

RUBIA CARNEIRO NEVES (Org.)

NOVAS FRONTEIRAS

DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL v.4



O livro **Novas Fronteiras do Sistema Financeiro Nacional – v. 4** é resultado de investigação realizada para delimitar as justificativas técnicas e legais que respaldam a atuação inovadora do Banco Central do Brasil (BCB) para criar, gerir e regular o Pix, o *Open Finance* e o Drex.

Para desenvolver tal pesquisa, primeiro, foi necessário organizar conhecimento a respeito de conceitos e categorias jurídicas relacionadas à estrutura e aos participantes do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), em especial os que são utilizados como critérios de controle de entrada, permanência e saída desses sistemas.

Foram desenvolvidas, em seguida, análises e reflexões sobre a trajetória dos modelos institucionais adotados pelo Estado brasileiro para o BCB até a atualidade, suas competências e os níveis de autonomia atribuídos para seu desempenho em comparação com modelos internacionais e análise de recentes iniciativas regulatórias sobre o tema.

Na obra, demonstrou-se que, para cumprir a missão de preservar o poder de compra da moeda brasileira, é essencial que o BCB seja dotado de autonomia qualificada, legitimada pelo interesse público e sustentada por governança técnica e econômica. Para promover esse tipo de autonomia, o País consolidou arcabouço normativo avançado. Sua plena efetividade, no entanto, depende da incorporação da cultura da estabilidade de preços nas práticas administrativas e da atuação coordenada de instituições como o Tribunal de Contas da União (TCU) e o Poder Judiciário.

No que se refere à proposta de adoção do modelo *Twin Peaks* como solução para a plena efetividade dos mandatos do BCB e dos demais agentes reguladores, concluiu-se que, embora possa representar um progresso relevante ao conferir maior clareza funcional e foco regulatório, sua implementação demanda adaptações legais e institucionais significativas, além de uma articulação eficiente entre as autoridades envolvidas.

Em relação à atuação inovadora do BCB, mais do que autonomia técnica, é necessário orçamento específico para viabilizar a continuidade de sua atuação estratégica em prol do interesse coletivo, como tem feito com o Pix, o *Open Finance* e a educação financeira da população.

ISBN 978-65-6006-217-7



9 786560 062177 >

A faint, light gray world map is visible in the background, centered behind the text.

NOVAS FRONTEIRAS

DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL v.4

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos
Direção Editorial: Daniel Carvalho
Diagramação e Capa: Editora Expert
A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>
"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

A Expert Editora, bem como a organização da obra não se responsabilizam por quaisquer posições, opiniões e condutas compartilhadas nesta obra, sendo o conteúdo dos capítulos de responsabilidade exclusiva de seus respectivos autores.

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

NEVES, Rubia Carneiro(Org.)
Organizadora: Rubia Carneiro Neves
Novas Fronteiras do Sistema Financeiro Nacional vol.4 - Belo Horizonte -
Editora Expert - 2025
524pg

Bibliografia
ISBN: 978-65-6006-217-7
1. Mercado de valores mobiliários. 2. Comissão de Valores Mobiliários.
3. Sistema Financeiro Nacional . 4. .Tokenização. 5. Brasil 6. Banco Central do
Brasil. 7. Regulação. I. Título

CDD - 332.6322
Modo de acesso: <https://experteditora.com.br>

Índices para catálogo sistemático:

experteditora.com.br
contato@editoraexpert.com.br

Esta contratação esta sendo custeada por recursos do PROEX 1972/2023 Proc.
88881908892202301/ Programa de Excelência Acadêmica/ Custeio





Prof. Dra. Adriana Goulart De Sena Orsini
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Alexandre Miguel Cavaco Picanco Mestre
Universidade Autónoma de Lisboa, Escola.
Superior de Desporto de Rio Maior, Escola.
Superior de Comunicação Social (Portugal),
The Football Business Academy (Suíça)

Prof. Dra. Amanda Flavio de Oliveira
Universidade de Brasília - UnB

Prof. Dr. Carlos Raul Iparraguirre
Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales,
Universidad Nacional del Litoral (Argentina)

Prof. Dr. Cèsar Mauricio Giraldo
Universidad de los Andes, ISDE, Universidad
Pontificia Bolivariana UPB (Bolívia)

Prof. Dr. Eduardo Goulart Pimenta
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG.
e PUC - Minas

Prof. Dr. Gladston Mamede
Advogado e escritor

Prof. Dr. Francisco Satiro
Faculdade de Direito da USP - Largo São
Francisco

Prof. Dr. Gustavo Lopes Pires de Souza
Universidad de Litoral (Argentina)

Prof. Dr. Henrique Viana Pereira
PUC - Minas

Prof. Dr. Javier Avilez Martínez
Universidad Anahuac, Universidad
Tecnológica de México (UNITEC), Universidad
Del Valle de México (UVM) (México)

Prof. Dr. João Bosco Leopoldino da Fonseca
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG.

Prof. Dr. Julio Cesar de Sá da Rocha
Universidade Federal da Bahia - UFBA

Prof. Dr. Leonardo Gomes de Aquino
UniCEUB e UniEuro, Brasília, DF.

Prof. Dr. Luciano Timm
Fundação Getúlio Vargas - FGVSP

Prof. Dr. Mário Freud
Faculdade de direito Universidade
Agostinho Neto (Angola)

Prof. Dr. Marcelo Andrade Féres
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Omar Jesús Galarreta Zegarra
Universidad Continental sede Huancayo,
Universidad Sagrado Corazón (UNIFE),
Universidad Cesar Vallejo. Lima Norte (Peru)

Prof. Dr. Raphael Silva Rodrigues
Centro Universitário Unihorizontes
e Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dra. Renata C. Vieira Maia
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Rodolpho Barreto Sampaio Júnior
PUC - Minas e Faculdade Milton Campos

Prof. Dr. Rodrigo Almeida Magalhães
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG.
PUC - Minas

Prof. Dr. Thiago Penido Martins
Universidade do Estado de
Minas Gerais - UEMG

SOBRE OS AUTORES

Aristides Andrade Cavalcante Neto – Mestre em Gestão Empresarial pela Escola Brasileira de Administração Pública da Fundação Getúlio Vargas. Especialista em Gestão Estratégia da Informação pela Associação de Ensino Unificado do Distrito Federal. Bacharel em Ciência da Computação pela Universidade Federal do Ceará.

Cristiano Cozer – Doutorando em Direito Econômico, Financeiro e Tributário pela Universidade de São Paulo.

Diana Moura – Mestranda em Direito no Centro Unificado de Ensino de Brasília. Procuradora do Banco Central do Brasil.

Giuliano Aranha Freitas – Mestrando em Direito Empresarial e bacharel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais. Advogado.

Jefferson Alvares – Mestre em Direito por Harvard e bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo. Procurador do Banco Central do Brasil, ex-advogado do Fundo Monetário Internacional e ex-membro do secretariado do Conselho de Estabilidade Financeira (Financial Stability Board).

Marcos Paula de Oliveira Júnior – Bacharel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais, com *minor* em Estudos Internacionais. Advogado na área de fundos de investimento, mercado de capitais e regulação financeira em São Paulo. Pesquisador em governança corporativa, análise econômica do direito e regulação dos mercados financeiro e de capitais.

Kemmily Jessica Ciribelli Casteluber – Especialista em Gestão Estratégica pela Saint Paul Escola de Negócios; em Vendas, Negociação e Resultado de Alta Performance pela Pontifícia Católica do Rio Grande

do Sul; em Direito Internacional pelo Centro de Estudos em Direito e Negócios. Bacharel em Direito pela Pontifícia Católica de Minas Gerais. Gerente Pessoa Jurídica no Banco Bradesco S.A.

Lucas Alves Freire – Mestre em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais. Especialista em Direito Público pela Universidade de Brasília. Procurador-Geral Adjunto do Banco Central do Brasil.

Pedro Henrique de Castro Martins Teixeira – Mestrando em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais. Advogado em Belo Horizonte.

Raphael Mendes Avelar – Mestrando em Direito, vinculado ao Projeto de Pesquisa Coletivo Sistema Financeiro Nacional: negócios, regulação e repressão criminal e administrativo-sancionadora, graduado em Letras e Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais. Técnico do Banco Central do Brasil.

Rubia Carneiro Neves – Professora Associada na Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais. Líder do Grupo de Pesquisa CNPq “Sistema Financeiro Nacional: negócios e regulação”.

Tiago Medina Sobreira de Meneses – Bacharelando em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais, com a atuação na área de Direito Público e experiência prévia com Direito Bancário.

RESUMO

O livro **Novas Fronteiras do Sistema Financeiro Nacional – v. 4** é resultado de investigação realizada para delimitar as justificativas técnicas e legais que respaldam a atuação inovadora do Banco Central do Brasil (BCB) para criar, gerir e regular o Pix, o *Open Finance* e o Drex.

Para desenvolver tal pesquisa, primeiro, foi necessário organizar conhecimento a respeito de conceitos e categorias jurídicas relacionadas à estrutura e aos participantes do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), em especial os que são utilizados como critérios de controle de entrada, permanência e saída desses sistemas.

Foram desenvolvidas, em seguida, análises e reflexões sobre a trajetória dos modelos institucionais adotados pelo Estado brasileiro para o BCB até a atualidade, suas competências e os níveis de autonomia atribuídos para seu desempenho em comparação com modelos internacionais e análise de recentes iniciativas regulatórias sobre o tema.

Na obra, demonstrou-se que, para cumprir a missão de preservar o poder de compra da moeda brasileira, é essencial que o BCB seja dotado de autonomia qualificada, legitimada pelo interesse público e sustentada por governança técnica e econômica. Para promover esse tipo de autonomia, o País consolidou arcabouço normativo avançado. Sua plena efetividade, no entanto, depende da incorporação da cultura da estabilidade de preços nas práticas administrativas e da atuação coordenada de instituições como o Tribunal de Contas da União (TCU) e o Poder Judiciário.

No que se refere à proposta de adoção do modelo *Twin Peaks* como solução para a plena efetividade dos mandatos do BCB e dos demais agentes reguladores, concluiu-se que, embora possa representar um progresso relevante ao conferir maior clareza funcional e foco regulatório, sua implementação demanda adaptações legais e

institucionais significativas, além de uma articulação eficiente entre as autoridades envolvidas.

Em relação à atuação inovadora do BCB, mais do que autonomia técnica, é necessário orçamento específico para viabilizar a continuidade de sua atuação estratégica em prol do interesse coletivo, como tem feito com o Pix, o *Open Finance* e a educação financeira da população.

APRESENTAÇÃO

O livro **Novas Fronteiras do Sistema Financeiro Nacional – v. 4** vem se consolidando como obra que reúne relevante conhecimento baseado em estudos, pesquisas e exposições realizados pela equipe de pesquisadores vinculados ao Projeto de Pesquisa Coletivo *Sistema Financeiro Nacional: negócios, regulação e repressão criminal e administrativo-sancionadora*, ou por seus colaboradores.

De seus doze capítulos, dez foram desenvolvidos no curso da Disciplina “Novas fronteiras do Sistema Financeiro Nacional: um estudo do Pix, *Open Finance* e do Drex sob a ótica do desenho institucional do Sistema Financeiro Nacional, do Sistema de Pagamentos Brasileiro e da autonomia do Banco Central do Brasil (BCB), v. 4”, lecionada no segundo semestre de 2024, na Pós-Graduação em Direito da UFMG e na qual se pesquisou sobre as justificativas técnicas e legais que respaldam a atuação inovadora do BCB.

Um de seus capítulos foi escrito em decorrência da elaboração de trabalho de conclusão de curso (TCC) sobre a referida temática e outro em virtude de trabalho de pesquisa desenvolvido no Programa de Mestrado do Centro Unificado de Ensino de Brasília (CEUB).

Tendo em vista o escopo de análise, no Capítulo 1, *Rubia Carneiro Neves* (Organizadora desta obra) ofereceu a base conceitual necessária para que se tenha uma compreensão geral dos critérios adotados pelo Estado para controlar o mercado brasileiro de movimentação profissional de recursos financeiros, com ênfase na regulação efetuada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pelo Banco Central do Brasil (BCB), trabalhando as definições legais de CMN, BCB, Sistema Financeiro Nacional (SFN), instituição financeira (IF), Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), instituição de pagamento (IP), Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI), Pix, *Open Finance* e Drex.

Com o exame de normas editadas desde a Lei n. 4.595/1964 até a Lei Complementar (LC) n. 179/2021 para reger o modelo institucional do BCB e a Proposta de Emenda à Constituição n. 65/2023, de dados sobre a sua atuação no controle da inflação em comparação com os

modelos adotados pelo Banco da Inglaterra, Federal Reserve, Banco Central Europeu, Banco de Reserva da Nova Zelândia e Banco Central do Chile e depois, de dados extraídos do Central Bank Independence – Extended (CBIE), o índice que mede a relação entre a independência de bancos centrais e a estabilidade de preços, com foco nos países do recorte anterior, e em adição a Nigéria, Argentina, Índia, Turquia e o México, o graduando *Tiago Medina Sobreira de Meneses* demonstrou que, apesar de a autonomia do BCB não dever ser absoluta, mostra-se essencial para exercer o mandato de controle do poder de compra da moeda, assim como a dotação orçamentária é necessária para que ele continue sua atuação inovadora em prol dos interesses da coletividade.

No Capítulo 3, *Jefferson Alvares* avança e aprofunda em relação ao tema da autonomia do BCB, abordando a interseção entre política fiscal, política monetária, inflação, demanda e oferta de dinheiro e seus efeitos em relação à taxa de juros. Com a exposição entremeada por fundamentos econômicos e jurídicos, conclui que, apesar de ter-se consolidado no Brasil arcabouço normativo avançado para promover a estabilidade monetária, sua plena efetividade, no entanto, depende da incorporação da cultura da estabilidade de preços nas práticas administrativas e da atuação coordenada de instituições como o Tribunal de Contas da União (TCU) e o Poder Judiciário.

Giuliano Aranha Freitas, no Capítulo 4, avaliou e concluiu que, apesar de a proteção dos mandatos conferida à diretoria do BCB pela Lei Complementar n. 179/2021 parecer ser suficiente para assegurar sua independência para conduzir a política monetária e buscar a estabilidade da moeda brasileira em longo prazo, novas etapas de pesquisa são necessárias para aprofundar o exame da questão porque ainda há meios pelos quais o comando da autoridade monetária pode sofrer pressões políticas, ainda que em relevância muito menor, como decorre do controle do orçamento pelo Poder Executivo.

No Capítulo 5, *Aristides Andrade Cavalcante Neto*, com dados quantitativos e qualitativos, demonstra a função de bem público das infraestruturas tecnológicas criadas pelo BCB no intuito de oferecer o Sistema de Pagamentos Instantâneos brasileiro (Pix) e o *Open Finance*

no mercado brasileiro, em decorrência de seus benéficos efeitos para a população brasileira, como a maior competição, a redução de custos e o incremento da inclusão financeira, alcançados, dentre outros fatores, mas principalmente porque foi determinada de forma obrigatória a participação das instituições financeiras e de pagamentos nessas infraestruturas.

Lucas Alves Freire, no Capítulo 6, em relação ao Pix, e *Diana Moura*, no Capítulo 7, em relação ao *Open Finance*, concordando com o acerto da tese de que essa obrigatoriedade contribuiu para a produção de benefícios concretos para a população do Brasil, apresentam sugestões para a condução de ambos os mecanismos. Para o Pix, sugere-se a observância de balizamentos jurídicos destinados a assegurar o exercício equilibrado e transparente das funções simultâneas de regulação e condução da infraestrutura essencial dos pagamentos instantâneos. Para o *Open Finance*, opina-se pela ampliação da divulgação sobre seus potenciais benefícios, da conscientização do cliente e do seu nível de confiança para usar tal ecossistema, devendo o BCB assumir o protagonismo no endereçamento de tais medidas. Propôs-se, também, a representação efetiva dos clientes na Estrutura de Governança do *Open Finance* e a criação de ferramenta que possibilite ao cliente iniciar o compartilhamento de seus dados independentemente do recebimento de propostas prévias.

No Capítulo 8, sem descartar a necessidade de ajustes pontuais na estrutura institucional do Real, visando mitigar o risco de fragmentação entre os sistemas de moedas tradicionais e moedas digitais, com análise do modelo do Drex divulgado até junho de 2025, *Cristiano Cozer* conclui que o desenho legal projetado para o ecossistema Drex é, em linhas gerais, compatível com a estrutura institucional do Real, de modo que sua integração no sistema monetário pode ocorrer independentemente de reformas estruturais de grande envergadura.

Em comparação com as experiências da Inglaterra e dos Estados Unidos da América e com o exame das discussões sobre a hierarquia dos objetivos a serem perquiridos pelo BCB, no Capítulo 9, *Pedro Henrique de Castro Martins Teixeira* conclui que apesar de a promoção

da sustentabilidade não estar integrada de forma explícita no mandato da autoridade monetária brasileira, é seu dever promovê-la em decorrência dos riscos econômicos significativos que podem ocorrer com as mudanças climáticas, afetando cadeias produtivas, a inflação e a estabilidade financeira. A definição dos limites dessa atuação em prol da sustentabilidade ainda merece nova etapa de pesquisa.

Com análise do arcabouço normativo que ampara o fomento à educação financeira pelo BCB e dos conceitos de *nudge* e *boost*, cunhados pela Economia Comportamental, no Capítulo 10, *Rapahel Mendes Avelar* enquadra o programa *Aprender Valor* e a plataforma *Meu Bolso em Dia* como espécie de políticas *boost*, pelo fato de que tais práticas têm sido desenvolvidas em programas educativos em longo prazo, destinadas a capacitar a população para acumular poupança, evitar situações de superendividamento e gerir de forma eficiente seus recursos financeiros. Essa caracterização se mostra relevante, por exemplo, para que se possa elaborar indicadores para medir os efeitos dos programas estudados.

No Capítulo 11, ao estudar a atuação regulatória endereçada pelo Estado brasileiro aos sites de apostas (BETS), *Kemmily Jessica Ciribelli Casteluber* concluiu que apesar de haver coleta de recursos financeiros em decorrência das apostas realizadas por meio de BETS, como o controle de sua entrada, permanência e saída do mercado brasileiro foi por expressa disposição legal atribuído à Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA), a competência do BCB recai sobre a movimentação de recursos financeiros mantida por titulares de BETS em contas de depósito ou de pagamentos via controle que exerce sobre a atuação de instituições financeiras e de pagamentos e das aplicações em títulos da dívida pública realizadas com os recursos coletados dos apostadores, além de atuar em colaboração com o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf) na prevenção de práticas de lavagem de dinheiro no contextos de apostas realizadas via BETS.

E por fim, no Capítulo 12, com notícias dos modelos institucionais dos sistemas financeiros adotados por Austrália, Reino Unido, África do Sul, União Europeia, e por Portugal, enquanto um

de seus Estados-Membros, *Marcos Paula de Oliveira Junior* discute sobre a independência do BCB e a possibilidade de revisão do formato institucional de regulação do SFN com a adoção do modelo *Twin Peaks* de edição de normas e supervisão do mercado financeiro, baseado em uma estrutura dual fundada na separação entre as atividades regulatórias *ex ante* e as atividades de supervisão *ex post*, em que uma agência cuida da edição de normas de caráter prudencial ao passo que outra, da supervisão (*enforcement*) de conduta de mercado e proteção da poupança popular e do direito do consumidor. Além de demonstrar que há riscos de haver lacunas e sobreposições nesse modelo dual, caso a delimitação de atribuições entre os dois supervisores não esteja claramente definida, o autor conclui que, embora o modelo *Twin Peaks* represente um avanço significativo em termos de clareza de funções e foco regulatório, sua implementação exige adaptações legais e institucionais relevantes, bem como uma coordenação eficiente entre as autoridades envolvidas.

Como se vê, os estudos lançam clareza e organização sobre a atuação do BCB, os limites de sua atuação e sua relação com outras instâncias governamentais, colocando-se como importante fonte de consulta para profissionais do Direito e de outras áreas, que lidam no dia a dia dos mercados, monetário, financeiro e de capitais, para regulados e reguladores, e ainda para estudantes da Graduação e da Pós-Graduação em Direito, voltados para realizar pesquisas científicas sobre tais objetos.

Seus capítulos se conformam como referências bibliográficas básicas para desvendar a realidade da autonomia técnica, funcional e operacional do banco central brasileiro para exercer seus mandatos, em especial, o de promover a estabilidade do poder de compra da moeda, confirmando os avanços implementados nas últimas alterações normativas promovidas sobre o tema. Mas demonstra também, por outro lado, que a sociedade brasileira ainda precisa evoluir no tratamento dessas autonomias frente ao contexto político e fiscal, bem como na área de dotação orçamentária necessária ao desenvolvimento das atividades básicas da autoridade monetária e

principalmente para conduzir inovações que têm sido aplicadas no interesse coletivo da população.

Trata-se de material de consulta para aprofundamento de profissionais que prestam serviços em entidades reguladas e nas instâncias estatais que cuidam da regulação normativa, executiva e judicante do mercado, monetário, financeiro e de capitais, bem como dos agentes do Governo brasileiro.

Boa leitura!

Rubia Carneiro Neves

AGRADECIMENTOS

Aos autores, pela significativa colaboração na produção de conhecimento novo e organizado sobre as novas fronteiras do Sistema Financeiro Nacional.

Aos Lucas Alves Freire e Leandro Novais e Silva, por compartilhar a idealização da Disciplina “Novas fronteiras do Sistema Financeiro Nacional v. 4: um estudo do Pix, *Open Finance* e do Drex sob a ótica do desenho institucional do Sistema Financeiro Nacional, do Sistema de Pagamentos Brasileiro e da autonomia do Banco Central do Brasil (BCB)”.

Ao Professor Davi Monteiro Diniz, pelas reflexões que trouxeram clareza sobre a independência do Banco Central do Brasil enquanto autoridade monetária em contraposição à sua atuação inovadora.

Aos convidados, Aristides Cavalcanti, Carlos Ragazzo, Cristiano Cozer, Davi Monteiro Diniz, Fábio Araújo, Jefferson Álvares, Leandro Novais e Silva e Marcel Mascarenhas, por compartilharem relevantes saberes de forma clara e instigantes.

Aos servidores da Faculdade de Direito da UFMG, que auxiliaram no curso da Disciplina.

À Maria de Lurdes Costa de Queiroz (Tucha), pela revisão da obra e por cuidar com elevado cuidado da organização das referências bibliográficas.

Especial agradecimento aos Professores Livia Mendes Moreira Miraglia e Carlos Henrique Borlido Haddad, por sempre compartilharem a sala da Clínica de Trabalho Escravo, equipada para combinar encontros presenciais e remotos, fundamental na oportunidade do curso da disciplina na qual, boa parte do livro foi produzido.

A Organizadora

SUMÁRIO

Capítulo 1

Critérios adotados pelo estado para a regulação do mercado brasileiro de movimentação profissional de recursos financeiros..... 23

Rubia Carneiro Neves

Capítulo 2

Autonomia do banco central do Brasil: Fator relevante para o controle da inflação desde que associada a adequados mecanismos de governança e prestação de contas..... 95

Tiago Medina Sobreira de Meneses

Capítulo 3

O banco central do Brasil não está só: Estabilidade e dominância monetária no direito brasileiro atual..... 139

Jefferson Alvares

Capítulo 4

A proteção do mandato da diretoria do banco central do Brasil como instrumento de blindagem sobre as pressões políticas..... 179

Giuliano Aranha Freitas

Capítulo 5

Infraestruturas tecnológicas públicas como bens públicos do sistema financeiro brasileiro 215

Aristides Andrade Cavalcante Neto

Capítulo 6

Banco central do brasil e pix: análise jurídica da criação, operação e limites institucionais do ecossistema de pagamentos instantâneos brasileiro 247

Lucas Alves Freire

Capítulo 7

O estímulo à efetividade do direito à proteção de dados pessoais como caminho para maior alcance dos objetivos do *open finance* 283

Diana Moura

Capítulo 8

Proposta de emissão do real digital: aspectos legais da recepção do DREX no sistema monetário brasileiro 327

Cristiano Cozer

Capítulo 9

O papel do banco central do Brasil na promoção das finanças verdes sob o prisma da lei complementar n.179/2021..... 359

Pedro Henrique de Castro Martins Teixeira

Capítulo 10

Aprender valor e meu bolso em dia: Medidas de educação financeira caracterizadas como mecanismos de política pública *boost* e que integram o mandato do banco central do Brasil..... 401

Raphael Mendes Avelar

Capítulo 11

Sites de apostas (bets): até onde vai o controle do Banco Central do Brasil?..... 437

Kemmily Jessica Ciribelli Casteluber

Capítulo 12

Regulação e supervisão financeira em perspectiva comparada: Da regulação setorial à regulação por objetivos (*twin peaks*) 479

Marcos Paula de Oliveira Junior

CAPÍTULO 1

CRITÉRIOS ADOTADOS PELO ESTADO PARA A REGULAÇÃO DO MERCADO BRASILEIRO DE MOVIMENTAÇÃO PROFISSIONAL DE RECURSOS FINANCEIROS

Rubia Carneiro Neves

Professora Associada na Faculdade de Direito da UFMG. Líder do Grupo de Pesquisa UFMG-CNPq “Sistema Financeiro Nacional: negócios e regulação”.

SUMÁRIO: 1 Introdução. 2 Movimentação profissional de recursos financeiros no Sistema Financeiro Nacional (SFN) desempenhada por instituição financeira (IF). 2.1 SFN. 2.2 IF como critério de controle estatal de acesso, permanência e saída do SFN: elementos subjetivo, objetivos e formal. 2.2.1 Elemento subjetivo. 2.2.2 Elementos objetivos: objetos e atos usados para definir as típicas atividades de IF. 2.2.2.1 Objetos usados nas típicas atividades de coleta, intermediação e aplicação de recursos financeiros. 2.2.2.1.1 Moeda oficial. 2.2.2.1.2 Moeda escritural ou bancária: direitos pessoais patrimoniais ou créditos que funcionam como moeda oficial e que estão sujeitos ao direito obrigacional. 2.2.2.2 Ato de coleta de recursos financeiros. 2.2.2.3 Ato de intermediação e aplicação de recursos financeiros. 2.2.2.4 Custódia de valor de propriedade de terceiros: objetos e atos. 2.2.3 Elemento formal. 3 Movimentação profissional de recursos financeiros no Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) desempenhada por instituições de pagamento (IP). 3.1 SPB 3.2 Arranjo de pagamento como critério de controle de acesso ao SPB. 3.3 IP como critério de controle estatal de acesso ao SPB. 3.3.1 IP emissora de moeda eletrônica e gestora de conta de pagamento pré-paga. 3.3.2 IP emissora de instrumento pós-pago e gestora de conta de pagamento pós-paga. 3.3.3 IP credenciadora. 3.3.4 IP iniciadora de pagamentos. 4 *Open Finance*, Pix e

Drex: conceitos necessários à compreensão geral da regulação estatal do mercado brasileiro de movimentação profissional de recursos financeiros.
5 Conclusão. Referências.

Resumo

Com recorte temporal em junho de 2025, este capítulo foi elaborado com o objetivo de oferecer a base conceitual necessária para que se tenha uma compreensão geral dos critérios adotados pelo Estado para controlar o mercado brasileiro de movimentação profissional de recursos financeiros, com ênfase na regulação efetuada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pelo Banco Central do Brasil (BCB). Para esse propósito, foram trabalhadas as definições legais de CMN, BCB, Sistema Financeiro Nacional (SFN), instituição financeira (IF), Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), instituição de pagamento (IP), Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI), Pix, *Open Finance* e Drex. Ao final, demonstrou-se que a conformação do desenho do mercado brasileiro de movimentação profissional de recursos financeiros, inclusive do ponto de vista institucional, está relacionada com a escolha de peculiares critérios regulatórios adotados pelo Estado para controlar a entrada de agentes nesse setor da economia. O SFN, o SPB e o SPI apresentam interseção estrutural uma vez que o BCB centraliza seu controle e seu funcionamento, atuando como porta de entrada e de saída de recursos financeiros utilizados pelas instituições financeiras e instituições de pagamento no exercício de suas atividades, por meio das contas Reservas Bancárias, de Liquidação, de Movimentação de Moeda Eletrônica e de Pagamento Instantâneo. A IF e a IP também movimentam recursos financeiros para seus clientes por meio de contas, isto é, da conta de depósito, somente para as IFs e das contas de pagamento, para as IFs e as IPs. Caso o Drex venha a ser implantado no Brasil conforme o modelo apresentado até este momento, por ser estruturalmente desconectado do SFN, do SPB e do SPI – porque desenhado em sistema privado e permissionado de *blockchain* –, deverá ser integrado aos três sistemas

para permitir o fluxo de recursos financeiros no formato tokenizado. Ainda sem definição o modelo dessa integração, cabe acompanhar as novas etapas do projeto de criação da moeda digital brasileira.

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo, traduz-se a exposição realizada pela autora na Disciplina “Novas Fronteiras do Sistema Financeiro Nacional”, v. 4, lecionada no Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, no 2º semestre de 2024¹. Nela se discutiram as justificativas técnicas e legais que respaldam a atuação inovadora do Banco Central do Brasil (BCB) para criar o Pix, o *Open Finance* e o Drex, bem como sobre a necessidade de o BCB ser dotado de autonomia para desempenhar essas iniciativas.

Principalmente voltado para apresentar a base conceitual necessária à compreensão geral de critérios utilizados pelo Estado para controlar o mercado brasileiro de movimentação profissional de recursos financeiros, este trabalho foi elaborado com ênfase na parte regulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pelo Banco Central do Brasil (BCB). Para tanto, foram estudadas as definições legais de CMN, BCB, Sistema Financeiro Nacional (SFN), instituição financeira (IF), Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), instituição de pagamento (IP), Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI), Pix, *Open Finance* e Drex e conceitos daí decorrentes.

Foram revisados, principalmente, os conceitos de coleta, intermediação e aplicação de recursos financeiros, de moeda oficial, escritural e eletrônica, de conta de depósito (conta-corrente, poupança, investimento e câmbio), de custódia de valor de propriedade de terceiros, de título de crédito e valor mobiliário, de arranjo de pagamento e conta de pagamento pré- e pós-paga.

1 Agradeço a colaboração de Gabriela Kálex, de Maya Borges e Rafaela Bonfim pelo debate de ideias e esquemas elaborados para os roteiros da Disciplina Empresarial III, lecionada na Graduação em Direito da UFMG e que muito contribuíram para o nível de compreensão a que se chegou neste trabalho.

2 MOVIMENTAÇÃO PROFISSIONAL DE RECURSOS FINANCEIROS NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (SFN) DESEMPENHADA POR INSTITUIÇÃO FINANCEIRA (IF)

No mercado brasileiro, a atividade de movimentação profissional de recursos financeiros é desempenhada por distintos tipos de agentes autorizados pelo Estado mediante a adoção de diferentes critérios regulatórios.

As definições de instituição financeira (IF) e de instituição de pagamento (IP) são exemplos centrais desses critérios que o Estado usa para controlar a entrada, a permanência e a saída dos agentes no mercado estudado: a IF, no Sistema Financeiro Nacional (SFN) e a IP, no Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB).

Para a compreensão dessas categorias jurídicas foi necessário explicar, nos tópicos seguintes, os sistemas e as instituições, suas atividades e os objetos que usam para exercê-las.

2.1 SFN

O Sistema Financeiro Nacional² é composto pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central do Brasil (BCB), Banco do Brasil S.A. (BB)³, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e

2 Lei n. 4.595/1964, art.1º: “O sistema Financeiro Nacional, estruturado e regulado pela presente Lei, será constituído: I – do Conselho Monetário Nacional; II – do Banco Central da República do Brasil; III – do Banco do Brasil S. A.; IV – do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico; V – das demais instituições financeiras públicas e privadas” (Brasil, 1964).

3 Banco múltiplo com carteira comercial, organizado sob a forma de sociedade de economia mista, sendo controlado pela União, se volta à execução de políticas públicas – cf. Lei n. 4.595/1964, arts. 19 a 21 (Brasil, 1964).

Social (BNDES)⁴ e pelas demais instituições financeiras públicas⁵ e privadas.

O CMN, órgão colegiado⁶ que atualmente integra a estrutura organizacional do Ministério da Fazenda⁷, é composto pelo Ministro de Estado da Fazenda, pelo Ministro de Estado do Planejamento e Orçamento e pelo Presidente do Banco Central do Brasil⁸.

Objetivando o progresso econômico e social do País, o CMN cuida da edição de normas sobre a atuação das instituições financeiras e de outros agentes que atuam no mercado brasileiro, como as administradoras de consórcio e os correspondentes bancários, fixa as metas da política monetária brasileira⁹ e as da política de crédito no País.

O BCB, por outro lado, criado como autarquia federal, é o principal executor das diretrizes e normas expedidas pelo CMN¹⁰ e exerce a regulação de substantiva parte do mercado de movimentação

4 Criado em 1952, como autarquia federal. Trata-se de empresa pública federal, dotada de personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio. Atualmente está vinculado ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão e tem como objetivo apoiar empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do País – cf. Lei n. 4.595/1964, art. 23 (Brasil, 1964) e Lei n. 5.662/1971, art. 1º (Brasil, 1971).

5 São exemplos de instituições financeiras públicas: o Banco Central do Brasil como o banco dos bancos – cf. Lei n. 4.595/1964 inciso V do art. 10 (Brasil, 1964); a Caixa Econômica Federal, que se volta a atender específicos fins sociais – cf. Decreto-Lei n. 759/1969 (Brasil, 1969) e a Lei Complementar n. 6/1970 (Brasil, 1970).

6 Lei n. 4.595/1964, art. 2º: “Fica extinto o Conselho da atual Superintendência da Moeda e do Crédito, e criado em substituição, o Conselho Monetário Nacional, com a finalidade de formular a política da moeda e do crédito como previsto nesta lei, objetivando o progresso econômico e social do País” (Brasil, 1964).

7 Cf. Decreto n. 11.907/2024, Anexo I – Estrutura Regimental do Ministério da Fazenda, art. 2º, III, “a” (Brasil, 2024).

8 Cf. Lei n. 9.069/1995, art. 8º (Brasil, 1995).

9 Cf. Lei Complementar n. 179/2021, art. 2º (Brasil, 2021a).

10 Lei n. 4.595/1964, art. 8º: “A atual Superintendência da Moeda e do Crédito é transformada em autarquia federal, tendo sede e foro na Capital da República, sob a denominação de Banco Central da República do Brasil, com personalidade jurídica e patrimônio próprios este constituído dos bens, direitos e valores que lhe são transferidos na forma desta Lei e ainda da apropriação dos juros e rendas resultantes, na data da vigência desta lei, do disposto no art. 9º do Decreto-Lei número 8495, de 28/12/1945, dispositivo que ora é expressamente revogado. [...] Art. 9º Compete ao Banco Central da República do Brasil cumprir e fazer cumprir as

profissional de recursos financeiros, abrangendo os segmentos de crédito, capitais e monetário. Ele também regula toda a esfera dos mercados de pagamentos¹¹ e de câmbio¹², o que inclui a competência para a edição de normas.

Aponte-se que, quando a composição do SFN foi definida, o CMN e o BCB tinham competência para regular todos os setores em que se desempenha a movimentação profissional de recursos financeiros, inclusive o mercado de títulos, de valores mobiliários, de capitalização e de seguros¹³.

Desde 1964, no entanto, diferentes agentes regulados e reguladores, com distintas funcionalidades e competências, têm sido agregados ao mercado brasileiro de movimentação profissional de recursos financeiros, cuja composição vai além daquela legalmente prevista para o SFN.

Como demonstrado no quadro esquematizado a seguir, o mercado brasileiro de movimentação profissional de recursos financeiros abrange os bancos, a Caixa Econômica Federal, as demais instituições financeiras não bancárias, as administradoras de consórcios, as instituições de pagamento, as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, as bolsas de valores, as seguradoras e resseguradoras, as sociedades de capitalização, as entidades de previdência aberta ou fechada¹⁴, os correspondentes, os conglomerados, a empresa simples de crédito (ESC), as securitizadoras, os fundos de investimentos e os auxiliares que atuam no mercado de valores mobiliários, como analistas¹⁵ e consultores de valores

disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional” (Brasil, 1964).

11 Cf. Lei n. 12.865/2013, arts. 9º, 10 e 11 (Brasil, 2013).

12 Cf. Lei n. 14.286/2021, arts. 2º, 5º, 6º, 10, 18 e 20 (Brasil, 2021b).

13 Cf. Lei n. 4.595/1964, art. 18, § 1º (Brasil, 1964).

14 Originalmente incluídos no esquema elaborado pelo BCB.

15 Resolução CVM n. 20/2021, art. 1º: “Analista de valores mobiliários é a pessoa natural ou jurídica que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes. § 1º Para os fins da presente Resolução, a expressão “relatório de análise” significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises

mobiliários¹⁶, o administrador de carteiras de valores mobiliários¹⁷, o assessor de investimento¹⁸ e outros (Freire, 2022, p. 187-216; Marques, 2023).

sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento. § 2º Exposições públicas, apresentações, vídeos, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não escritas, cujo conteúdo seja típico de relatório de análise, são equiparadas a relatórios de análise, para os fins do disposto nesta Resolução” (CVM, 2021b).

- 16 Resolução CVM n. 19/2021, art. 1º: “Para os efeitos desta Resolução, considera-se consultoria de valores mobiliários a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente” (CVM, 2021a).
- 17 Resolução CVM n. 21/2021, art. 1º: “Esta Resolução dispõe sobre a administração profissional de carteiras de valores mobiliários, que consiste no exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor. § 1º O registro de administrador de carteiras de valores mobiliários pode ser requerido em ambas ou em uma das seguintes categorias: I – administrador fiduciário; II – gestor de recursos” (CVM, 2021c).
- 18 Resolução CVM n. 178/2023, art. 2º: “Considera-se, para efeitos dessa Resolução: I – assessor de investimento: pessoa natural ou jurídica registrada na forma desta Resolução para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades previstas no art. 3º; [...]. Art. 3º A atividade do assessor de investimento abrange: I – prospecção e captação de clientes; II – recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e III – prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários em nome dos quais atue” (CVM, 2023).

Quadro 1

RETRATO SIMPLIFICADO DA ATUAL COMPOSIÇÃO DO MERCADO DE MOVIMENTAÇÃO PROFISSIONAL DE RECURSOS FINANCEIROS - BRASIL						
Moeda, crédito, capitais e câmbio			Seguros privados		Previdência fechada	
Agentes e Órgãos normativos e reguladores	Conselho Monetário Nacional CMN		Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP		Conselho Nacional de Previdência Complementar - CNPC	
	Banco Central do Brasil BCB	Comissão de Valores Mobiliários - CVM	Superintendência de Seguros Privados Susep		Superintendência Nacional de Previdência Complementar Previc	
Agentes regulados	Bancos e Caixa Econômica Federal	Bolsa de Valores B3	Seguradoras e Resseguradores		Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)	
	Demais Instituições financeiras não bancárias	Fundos de Investimento	Entidades abertas de previdência			
	Adm. Consórcios e Instituições de Pagamento	Corretoras e Distribuidoras	Sociedades de Capitalização			
	Corretoras e Distribuidoras	Securitizadoras	* Conglomerado não é agente. Qualifica determinado grupo formado por agentes atuantes no mercado financeiro.			
	Correspondente Conglomerado* ESC	Auxiliares Analistas etc.				

Fonte: SFN, 2024. Adaptado por Kálex.

Assim, na concepção subjetiva de mercado (Nunes, 1993, p. 584), tem-se o mercado brasileiro de movimentação profissional de recursos financeiros como o conjunto de agentes envolvidos com a oferta e a contratação de serviços voltados para a coleta, aplicação e a intermediação de moeda e créditos lastreados em moedas, a emissão, a distribuição, o registro, a custódia e a negociação de títulos, valores mobiliários e de outros tipos de créditos e contratos¹⁹.

Adiante, vê-se que essa concepção se utiliza de adaptação da definição de IF.

¹⁹ Neste trabalho, para dar fluidez à escrita, o termo também será identificado como “mercado financeiro”.

2.2 IF como critério de controle estatal de acesso, permanência e saída do SFN: elementos subjetivo, objetivos e formal

Embora o legislador brasileiro tenha empregado a expressão “instituição financeira” (IF) para, por exemplo, determinar aos regulados o dever de observância do sigilo dos dados que coletarem de seus respectivos clientes²⁰ ou para imputar a prática de crimes contra o Sistema Financeiro Nacional²¹, interessa, neste trabalho, a adoção dessa locução pela Lei n. 4.595/1964 (Brasil, 1964), nela empregada como critério para o Estado realizar o controle de entrada, permanência e saída de agentes do mercado financeiro, bem como para definir a competência regulatória do CMN e do BCB, como se vê a seguir:

20 Lei Complementar n. 105/2001, art. 1º: “As instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados. § 1º São consideradas instituições financeiras, para os efeitos desta Lei Complementar: I – os bancos de qualquer espécie; II – distribuidoras de valores mobiliários; III – corretoras de câmbio e de valores mobiliários; IV – sociedades de crédito, financiamento e investimentos; V – sociedades de crédito imobiliário; VI – administradoras de cartões de crédito; VII – sociedades de arrendamento mercantil; VIII – administradoras de mercado de balcão organizado; IX – cooperativas de crédito; X – associações de poupança e empréstimo; XI – bolsas de valores e de mercadorias e futuros; XII – entidades de liquidação e compensação; XIII – outras sociedades que, em razão da natureza de suas operações, assim venham a ser consideradas pelo Conselho Monetário Nacional. § 2º As empresas de fomento comercial ou *factoring*, para os efeitos desta Lei Complementar, obedecerão às normas aplicáveis às instituições financeiras previstas no § 1º (Brasil, 2001).

21 Lei n. 7.492/1986, art. 1º: “Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros (Vetado) de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários. Parágrafo único. Equipara-se à instituição financeira: I – a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros; I-A – a pessoa jurídica que ofereça serviços referentes a operações com ativos virtuais, inclusive intermediação, negociação ou custódia; II – a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual” (Brasil, 1986).

Quadro 2 – Instituição financeira como critério de controle de entrada no mercado, de enquadramento de tipicidade penal e de obrigatoriedade de observância de sigilo.

INSTITUIÇÃO FINANCEIRA, CONFORME A LEI		
Lei nº 4.595 de 1964 Lei bancária	Lei nº 7.492 de 1986 Lei do colarinho branco	Lei Complementar nº 105 de 2001 Lei do sigilo bancário
Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.	Art. 1º Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários. Parágrafo único. Equipara-se à instituição financeira: I - a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros; II - a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual.	Art. 1º As instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados. § 1º São consideradas instituições financeiras, para os efeitos desta Lei Complementar: I – os bancos de qualquer espécie; II – distribuidoras de valores mobiliários; III – corretoras de câmbio e de valores mobiliários; IV – sociedades de crédito, financiamento e investimentos; V – sociedades de crédito imobiliário; VI – administradoras de cartões de crédito; VII – sociedades de arrendamento mercantil; VIII – administradoras de mercado de balcão organizado; IX – cooperativas de crédito; X – associações de poupança e empréstimo; XI – bolsas de valores e de mercadorias e futuros; XII – entidades de liquidação e compensação; XIII – outras sociedades que, em razão da natureza de suas operações, assim venham a ser consideradas pelo Conselho Monetário Nacional. § 2º As empresas de fomento comercial ou factoring, para os efeitos desta Lei Complementar, obedecerão às normas aplicáveis às instituições financeiras previstas no § 1º.

Fonte: elaborado pela autora.

Nesse caso, para definir instituição financeira, o legislador de 1964 valeu-se de três elementos²²: o subjetivo, o objetivo e o formal (Silva, 2023, p. 56-68), a seguir apresentados e analisados.

²² Lei n. 4.595/1964, art. 17: “Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual. Art. 18. As instituições financeiras somente poderão funcionar no País mediante prévia autorização do Banco Central da República do Brasil ou decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras. § 1º Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplina desta lei no que for aplicável, as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuam distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras. Art. 25. As instituições financeiras privadas, exceto as

2.2.1 Elemento subjetivo

O elemento subjetivo foi fixado mediante a adoção de três regras. Em primeiro lugar, o legislador admitiu como instituição financeira qualquer pessoa jurídica pública ou privada que pratique os atos privativos desse tipo de agente²³. Depois, para atribuir a devida punição, equiparou a pessoa física à IF, quando praticar seus atos privativos²⁴. Em terceiro lugar, o legislador enumerou agentes qualificados como instituição financeira, quais sejam, os bancos, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as caixas econômicas, as cooperativas de crédito, dentre outros²⁵.

Os agentes qualificados como instituição financeira somente podem entrar no mercado brasileiro mediante a obtenção de prévia autorização do BCB²⁶.

2.2.2 Elementos objetivos: objetos e atos usados para definir as típicas atividades de IF

Os atos privativos de IF e os objetos por elas usados integram o elemento objetivo utilizado pelo legislador brasileiro de 1964.

Para delinear o elemento objetivo, o legislador elegeu quatro atos e duas expressões indicativas de objetos que podem ser usados para praticá-los²⁷, de modo a determinar o que vem a ser a atividade privativa de instituição financeira. Os três atos são a **coleta**, a **intermediação** e a **aplicação**, para cuja prática é usado o objeto **recursos financeiros**.

cooperativas de crédito, constituir-se-ão unicamente sob a forma de sociedade anônima, devendo a totalidade de seu capital com direito a voto ser representada por ações nominativas” (Brasil, 1964).

23 Lei n. 4.595/1964, art. 17, *caput* (Brasil, 1964).

24 Lei n. 4.595/1964, art. 17, parágrafo único (Brasil, 1964).

25 Lei n. 4.595/1964, art. 18, § 1º (Brasil, 1964).

26 Lei n. 4.595/1964, art. 18, *caput* (Brasil, 1964).

27 Lei n. 4.595/1964, art. 17, *caput* (Brasil, 1964).

O quarto ato é a **custódia**, especificamente exercida com o que se denominou de **valor de propriedade de terceiros**.

2.2.2.2 Objetos usados nas típicas atividades de coleta, intermediação e aplicação de recursos financeiros

Considerando o recorte temático da regulação do CMN e do BCB, a expressão “recursos financeiros” será trabalhada com maior detalhamento, pois abrange moeda oficial nacional ou estrangeira e os créditos²⁸ lastreados nessas moedas (Neves, 2018, p. 701-735).

Como boa parte da regulação da custódia de valores mobiliários é de competência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pelo fato de a expressão “valor de propriedade de terceiros” se referir, também, a valores mobiliários (Salomão Neto, 2014, p. 31; Dubeux, 2005; Eizirik *et al.*, 2008), ela será trabalhada separadamente e sem aprofundamento no item 2.2.2.4.

2.2.2.1.1 Moeda oficial

É um objeto emitido pelo Estado, o qual se compromete a assegurar que ele seja hábil para pagar bens, serviços e tributos, conforme seu valor de face. Para seu legítimo portador, a moeda oficial também representa um direito pessoal patrimonial em face do Estado emissor.

No formato de cédulas papel e de moeda em metal, qualifica-se, em regra, como bem corpóreo, fungível e, dependendo do regime jurídico a que está submetida, terá curso forçado (Esposito; Renteria, 2021).

²⁸ Direitos pessoais patrimoniais – Lei n. 10.406/2002 (Código Civil), art. 83, III (Brasil, 2002).

É o caso do Brasil, em que a moeda oficial em circulação, o Real, ceder ou metálico²⁹, emitido pela União por meio do BCB³⁰ serve como meio obrigatório para extinção da maioria das obrigações³¹ e sujeita-se ao regime jurídico dos Direitos Reais, eis que pode ser objeto de propriedade e posse. Sua tradição, portanto, é o modo pelo qual se transfere os poderes de proprietário sobre a moeda³² (Steinberg, 2023, p. 282).

Figura 1 – Real ceder ou metálico.



Fonte: Evolução [...], 2024.

29 O Drex, a moeda oficial em formato digital, está em fase de teste pelo BCB e, ainda não foi lançada (BCB, 2024).

30 Constituição/1988, art. 21 (Brasil, 1988).

31 Salvo exceções legais, é o meio de pagamento hábil a extinguir qualquer obrigação no território nacional – Lei n. 9.069/1995, art. 1º (Brasil, 1995).

32 Lei n. 10.406/2002 (Código Civil), art. 307: “Só terá eficácia o pagamento que importar transmissão da propriedade, quando feito por quem possa alienar o objeto em que ele consistiu. [...] Art. 315. As dívidas em dinheiro deverão ser pagas no vencimento, em moeda corrente e pelo valor nominal, salvo o disposto nos artigos subsequentes” (Brasil, 2002).

A moeda pode ser usada para: a) pagar dívidas, ou seja, tem a função de servir de meio intermediário de trocas ou de pagamento³³; b) atribuir valor a outros objetos. Assim, funciona como padrão de valoração dos objetos suscetíveis às trocas³⁴; c) ser armazenada, isto é, servir de objeto de poupança para seu titular³⁵.

Como dito acima, a expressão “recursos financeiros”³⁶ abrange moedas oficiais e créditos lastreados nesse tipo de moeda, titularizados em decorrência da celebração de contratos, da aquisição de títulos de crédito, de valores mobiliários ou de créditos registrados em dispositivos eletrônicos em infraestruturas controladas ou autorizadas pelo Estado.

2.2.2.1.2 Moeda escritural ou bancária: direitos pessoais patrimoniais ou créditos que funcionam como moeda oficial e que estão sujeitos ao direito obrigacional

No Brasil, a maioria dos objetos usados como moeda é representada para seus titulares como créditos estabelecidos em face de instituições devedoras³⁷. Desse modo, as moedas escriturais

33 Nos países como o Brasil, que tem curso forçado, a moeda apresenta liquidez perfeita e função liberatória plena, uma vez que, em geral, pode ser usada para satisfazer qualquer prestação devida.

34 Por ser uma unidade de conta, é usada para avaliar qualquer bem, serviço ou direito. Promove a uniformização das relações jurídicas de troca e viabiliza registros contábeis de atos relacionados a qualquer atividade econômica.

35 Por ser aceita, em geral, em quaisquer relações jurídicas patrimoniais como meio de extinção do dever de pagar dívidas, a moeda é usada como reserva de valor, sendo cobiçado o seu armazenamento para fim de realização de futuras trocas.

36 Lei n. 4.595/1964, art. 17, *caput* (Brasil, 1964).

37 Estudos recentes revelam que cerca de 90% da moeda em circulação atualmente tem natureza privada, isto é, são criadas por instituições privadas com base em regulações prudenciais específicas. Uma delas é a denominada moeda escritural e outra é a legalmente chamada moeda eletrônica, criada no Brasil por meio da Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013). O inciso VI, do art. 6º da Lei 12.865/2013, criou um segundo tipo de direito pessoal patrimonial que funciona como a moeda oficial Real – a chamada moeda eletrônica, abordada no tópico em que foram tratadas as instituições de pagamento (Brasil, 2013). Além desses dois tipos lastreados na moeda oficial brasileira, o Real, o termo “moeda privada” abrange um amplo guarda-chuva com muitos tipos e formatos, como os ativos virtuais (incluindo

ou bancárias são direitos pessoais ou créditos atribuídos por meio de registros contábeis eletrônicos ao cliente credor em relação à instituição financeira devedora. Apesar de não terem curso forçado³⁸, funcionam como a moeda oficial brasileira, ou seja, como o Real³⁹.

Trata-se de categoria jurídica não expressamente definida no ordenamento jurídico brasileiro⁴⁰, que consiste no crédito registrado de forma contábil e eletrônica em relação à quantia de reais depositada em contas de depósito titularizadas por clientes do SFN. Ou seja, para o seu titular, a moeda escritural é o crédito decorrente do depósito de reais efetivado pelo próprio cliente ou por terceiros em conta de depósito aberta perante instituição financeira. Para a instituição depositária (devedora), a moeda escritural ou bancária é uma dívida em decorrência do direito pessoal patrimonial do cliente (credor).

Como o contrato de depósito de moedas em contas de depósito abertas perante instituições financeiras⁴¹ é regido pelas regras do mútuo⁴², a instituição financeira passa a ter a propriedade sobre as moedas depositadas e pode emprestá-las a outros clientes.

Como deve devolver a moeda depositada, a instituição financeira não pode emprestar 100% do montante recebido em depósito, pois tem de observar os percentuais de recolhimento compulsório, os quais variam conforme o tipo de contrato de depósito celebrado. Por

os *stablecoins*), as moedas sociais (de caráter comunitário) e alguns objetos de circulação internacional como o Eurodólar e o *Special drawing rights* (SDR) (Steinberg, 2023, p. 278).

38 “[...] pois o curso legal é uma qualidade monetária presente apenas no papel moeda e moeda metálica emitidas pelo Estado” (Steinberg, 2023, p. 282).

39 “[...] algumas relações monetárias são, na prática, relações creditícias que funcionam como se fossem moeda, apesar de serem, em essência, créditos (ou débitos) exigíveis contra determinada pessoa ou instituição.” (Steinberg, 2023, p. 282).

40 Embora não definida em lei, é possível localizar mecanismos de regulação prudencial especificamente delineados para controlar o volume desse tipo de moeda em circulação, como depósitos compulsórios, capital de liquidez e patrimônio mínimo (Pinto, 2015, 193-241; Steinberg, 2023, p. 281).

41 Eis que são bens fungíveis.

42 Lei n. 10.406/2002 (Código Civil), art. 645: “O depósito de coisas fungíveis, em que o depositário se obrigue a restituir objetos do mesmo gênero, qualidade e quantidade, regular-se-á pelo disposto acerca do mútuo” (Brasil, 2002).

exemplo, 21%, no caso de depósito por prazo indeterminado (à vista⁴³) ou 20%, para depósitos de prazo determinado em geral⁴⁴.

Justamente porque as instituições financeiras não dispõem de 100% dos recursos depositados por seus clientes é que são obrigadas a depositar outro percentual⁴⁵ para formar o Fundo Garantidor de Créditos (FGC), com o objetivo de garantir até o limite de R\$ 250.000 mil por cadastro de pessoa física (CPF), ou por cadastro nacional de pessoas jurídicas e afins (CNPJ), para alguns tipos de depósitos, como aqueles efetuados em contas-correntes ou em contas de poupança.

Especificamente para efetuar pagamentos com a moeda escritural registrada em contas-correntes, a pessoa pode se valer do uso de cheque como ordem de pagamento dada à instituição financeira que recebeu reais em depósitos. Mediante a emissão de cheque, o cliente depositante de recursos financeiros determina que a instituição financeira depositária transfira seu crédito de moedas escriturais que funcionam como reais a terceiros.

Em julho de 2025, com o aumento do uso de tecnologias de registros de dados em formatos eletrônicos, houve considerável diminuição na circulação de cheques, em virtude da preferência pela

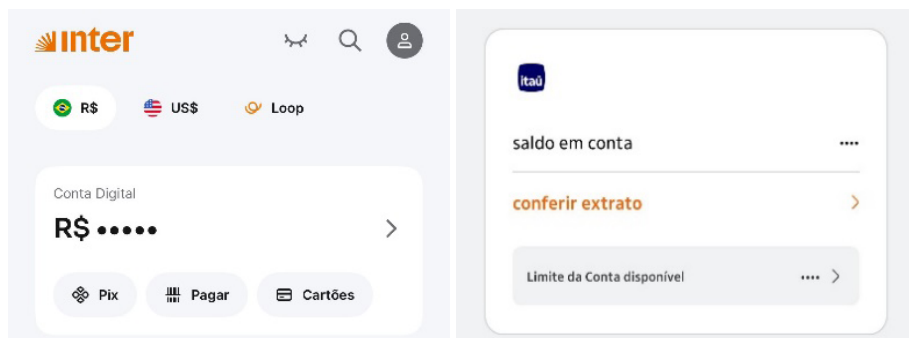
43 Resolução BCB n. 189/2022, art. 4º: “A base de cálculo da exigibilidade do recolhimento compulsório sobre recursos à vista corresponde à média aritmética dos VSRs apurados no período de cálculo, deduzida de R\$500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais). Parágrafo único. O período de cálculo tem início na segunda-feira de uma semana e término na sexta-feira da semana seguinte. Art. 5º A exigibilidade do recolhimento compulsório sobre recursos à vista é apurada aplicando-se, sobre a base de cálculo de que trata o art. 4º, a alíquota de 21% (vinte e um por cento)” (BCB, 2022a).

44 Resolução BCB n. 145/2021, art. 4º: “A base de cálculo da exigibilidade de recolhimento compulsório sobre recursos a prazo corresponde à média aritmética dos VSR apurados nos dias úteis do período de cálculo, deduzida de R\$30.000.000,00 (trinta milhões de reais). Parágrafo único. O período de cálculo compreende os dias úteis de uma semana, com início na segunda-feira e término na sexta-feira. Art. 5º A exigibilidade do recolhimento compulsório é apurada aplicando-se, sobre a base de cálculo de que trata o art. 4º, a alíquota de 20% (vinte por cento)” (BCB, 2021a).

45 Resolução CMN n. 4.222/2013, art. 2º: “A contribuição mensal ordinária das instituições associadas ao FGC é de 0,01% (um centésimo por cento) do montante dos saldos das contas referentes aos instrumentos relacionados no art. 2º, *caput*, incisos I a X, do Anexo II, ainda que os créditos correspondentes não sejam cobertos pela garantia ordinária” (CMN, 2013).

utilização de débitos de moedas escriturais em contas de depósito efetivados por meio de arranjos de pagamento com a adoção de Pix, cartões de débito ou boletos (BCB, 2024b).

Figura 2 – Aplicativos de acesso às contas-correntes ofertadas: Banco Inter e Banco Itaú.



Fonte: Inter, 2024; Banco Itaú, 2024.

2.2.2.2 Ato de coleta de recursos financeiros

Ao realizar a coleta, a instituição financeira recebe, em depósito, recursos financeiros de terceiros. Para fazê-lo, celebra dois contratos: o contrato de abertura de conta e o contrato de depósito⁴⁶.

Pelo primeiro contrato, a instituição financeira fornece ao cliente a conta de depósito⁴⁷, espécie de serviço básico, essencial e necessário para a contratação dos demais serviços que a instituição vier a oferecer.

Embora o contrato de abertura de conta de depósito seja comumente a porta de entrada no SFN e a sua celebração funcione como condição para a celebração do contrato de depósito, ambos os contratos não se confundem. Pela celebração do contrato de abertura

46 Lei n. 10.406/2002 (Código Civil), arts. 586-592, 645.

47 Somente IFs podem ofertar esse tipo de conta, mas não são todas que podem ofertá-las. A sociedade de crédito direito (SCD) e a sociedade de empréstimo entre pessoas (SEP) não podem.

de conta de depósito, o cliente está contratando como objeto a oferta do serviço de disponibilização da conta⁴⁸.

A principal característica da conta de depósito refere-se à autorização que tem a IF ofertante de, por meio dela, coletar recursos financeiros de um cliente e repassá-los, por exemplo, sob a forma de empréstimos para outro cliente.

Do ponto de vista do cliente, ele acessa pela conta de depósito similares funcionalidades que também acessaria por meio de uma conta de pagamento pré-paga, o que lhe permite fazer depósitos, pagamentos e transferências. O serviço de saque de moeda em espécie, no entanto, é inerente à conta de depósito, sem que, para usar esse serviço, o cliente tenha, por exemplo, de pagar taxa adicional.

A conta de depósito é um gênero que pode ser subdividida em duas espécies: conta de depósito à vista e conta de depósito para finalidades específicas.

Pela conta de depósito à vista, ou seja, por prazo indeterminado, o cliente dispõe de livre movimentação dos recursos depositados, podendo solicitar sua devolução a qualquer momento. Ela se subdivide em três espécies: a) conta-corrente; b) conta-salário; c) conta eleitoral.

Além dessas três espécies, há outras contas de depósito contratadas para finalidades específicas.

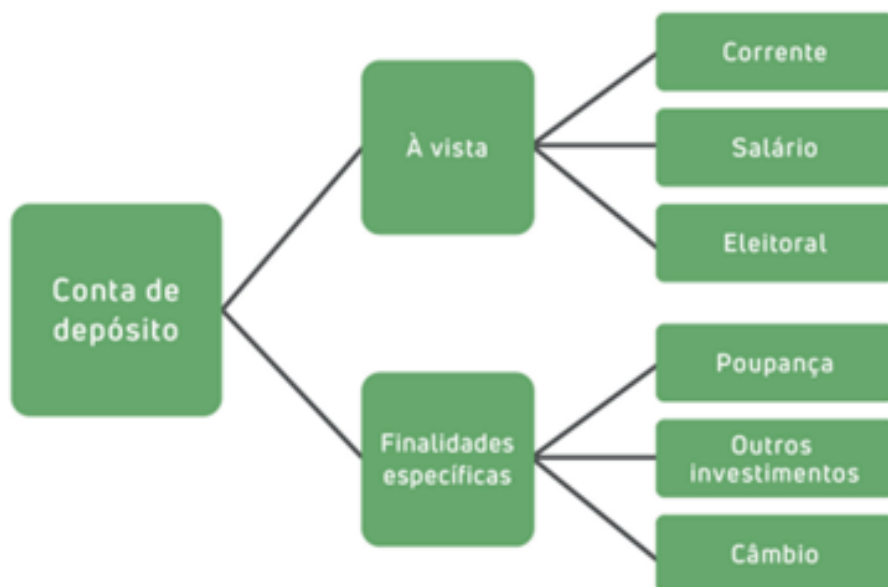
Um primeiro exemplo de finalidade específica é o depósito por prazo determinado, como no caso da conta-poupança. Nesse tipo de conta, caso o cliente deixe valor depositado pelo prazo fixado, recebe determinada remuneração. Ao passo que, se solicitar a devolução do valor em data anterior, perde a rentabilidade.

Outro exemplo de conta de depósito voltada para finalidade específica é a conta-investimento, que, por exemplo, é contratada perante corretora de títulos e valores mobiliários, destinada à aquisição de ações na bolsa de valores.

48 “As contas são espécies de serviços ofertados pelas instituições aos seus clientes, mediante a celebração de contratos que permitem a movimentação de moedas” (Neves, *et al.*, 2021, p. 18).

A conta de câmbio também é espécie de conta de depósito voltada, especificamente, para a troca de moedas.

Figura 3 – Tipos de contas de depósito



Fonte: Neves *et al.*, 2021.

Pela abertura de conta-corrente, o cliente contrata o ingresso no SFN e, por meio desse serviço, pode efetuar depósitos e saques de moeda em espécie, como também fazer uso de moeda no formato escritural para realizar transferências ou pagamentos por meio da emissão de cheques, Pix, cartão de débito ou boletos, além de contar com a peculiaridade de contratação do uso de cheques.

Como já tratado, a conta-corrente é um tipo de conta de depósito à vista, ou seja, por prazo indeterminado. Tal característica proporciona ao cliente o direito de solicitar, a qualquer momento, a devolução do valor depositado perante a IF. Ressalte-se que não é qualquer tipo de IF que pode ofertar conta-corrente no mercado brasileiro, mas apenas o banco comercial, o banco múltiplo com carteira comercial,

a CEF e a cooperativa de crédito, exclusivamente para os seus sócios cooperados.

2.2.2.3 Ato de intermediação e aplicação de recursos financeiros

A intermediação de recursos financeiros por instituição financeira é ato que pressupõe sua coleta. Assim, a IF repassa a cliente recursos financeiros recebidos de outro. Ao aplicar, quer se dizer que ela investe recursos financeiros próprios ou de terceiros, visando a remuneração.

O mútuo⁴⁹, o financiamento, o desconto e o contrato de antecipação bancária são os principais negócios jurídicos celebrados para o exercício das atividades de intermediação e de aplicação de recursos financeiros próprios da instituição, conhecidas como aquelas voltadas para a oferta de crédito no mercado financeiro.

2.2.2.4 Custódia de valor de propriedade de terceiros: objetos e atos

A expressão “valor de propriedade de terceiros” foi usada pelo legislador brasileiro para designar objetos infungíveis conformados como títulos de crédito⁵⁰ regidos, seja pelo regime jurídico do direito cambial, seja pelas normas do direito obrigacional comum, seja pelas

49 Regulado nos arts. 586 a 592 da Lei 10.406/2002 (Código Civil), art. 586: “O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade” (Brasil, 2002).

50 Lei n. 10.406/2002 (Código Civil), art. 887: “O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei.”. Exemplos: letra de câmbio, nota promissória – Decreto n. 57.663/1966 (Brasil, 1966) – Recepciona a Lei Uniforme de Genebra (LUG); duplicata – Lei n. 5.474/1968 (Brasil, 1966); cheque – Lei n. 7.357/1985 (Brasil, 1985). São cártulas regidas pelo Direito Cambial em que prevalecem os princípios da literalidade, autonomia, abstração, independência e inoponibilidade das exceções pessoais ao terceiro de boa fé e a regra da solidariedade cambial (Brasil, 2002).

normas que regem a emissão, o registro, a distribuição, a negociação e a transferência de títulos eletrônicos e de valores mobiliários⁵¹.

Figura 4 – Mercado de títulos e valores mobiliários.



Fonte: Canto, 2021.

Ao custodiar, quer-se dizer que a IF realiza a guarda de títulos de crédito ou de valores mobiliários de titularidade de terceiros, processando a mobilização de direitos pessoais patrimoniais deles decorrentes.

Para realizar tal atividade, a instituição financeira celebra o contrato de abertura de conta voltado para atender à finalidade de investimento e outro contrato não típico dadas suas especificidades regulatórias, o qual se assemelha ao contrato de comissão⁵², pois o cliente investidor assume posição análoga à do comitente e a instituição intermediária à do comissário (Martins, 2000, p. 285; Ferreira, 2023, p. 28-29).

Usualmente celebrados no mesmo ato e instrumento, as condições desses contratos são estabelecidas pela instituição

51 Unidades de direitos pessoais patrimoniais, variáveis conforme o tipo observado – cf. Lei n. 6.385/1976, art. 2º (Brasil, 1976); Lei n. 14.430/2022, parágrafo único, art. 18 (Brasil, 2022).

52 Lei 10.406/2002 (Código Civil), arts. 693 *et seq.*: “O contrato de comissão tem por objeto a aquisição ou venda de bens pelo comissário, em seu próprio nome, à conta do comitente” (Brasil, 2002).

conforme a disciplina jurídica que rege seus direitos e deveres – por exemplo, os requisitos mínimos exigidos pela B3 em relação aos seus participantes, como consta no Anexo II do *Manual de procedimentos operacionais* (B3, 2019, p. 138).

2.2.3 Elemento formal

O elemento formal refere-se à forma de sociedade anônima⁵³ que deve ser adotada para a maioria das instituições financeiras regidas pelo regime jurídico privado, exceto as cooperativas de crédito, cujo formato é indicado pelo próprio nome e a sociedade de crédito ao microempreendedor e à empresa de pequeno porte, que pode ser constituída com a forma da anônima ou da sociedade limitada⁵⁴.

O quadro a seguir sintetiza a exposição acima apresentada sobre os elementos – subjetivo, objetivos e formal – utilizados pelo legislador brasileiro para delinear a definição de instituição financeira como critério de controle estatal de entrada, permanência e saída dos agentes que vierem a exercer a coleta, a aplicação e a intermediação de recursos financeiros (moeda e crédito com funções de moeda) e a custódia de títulos e valores mobiliários.

53 Lei n. 4.595/1964, art. 25: “As instituições financeiras privadas, exceto as cooperativas de crédito, constituir-se-ão unicamente sob a forma de sociedade anônima, devendo a totalidade de seu capital com direito a voto ser representada por ações nominativas” (Brasil, 1964).

54 Resolução CMN n. 4.721/2019, art. 5º (CMN, 2019); Resolução CMN n. 5.051/2022, art. 1º (CMN, 2022c).

Figura 5 – Síntese dos critérios de controle de IFs adotados no Brasil.

INSTITUIÇÃO FINANCEIRA DEFINIDA COMO CRITÉRIO GERAL DE CONTROLE DE ENTRADA, PERMANÊNCIA E SAÍDA DE AGENTES NO MERCADO FINANCEIRO ELEMENTOS SUBJETIVO, OBJETIVO E FORMAL - LEI N. 4.595/1964		
Elementos subjetivo e objetivo	Elemento subjetivo	Elemento formal
Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.	Art. 18. As instituições financeiras somente poderão funcionar no País mediante prévia autorização do Banco Central da República do Brasil ou decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras. § 1º Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplina desta lei no que for aplicável, as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuem distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras.	Art. 25. As instituições financeiras privadas, exceto as cooperativas de crédito, constituir-se-ão unicamente sob a forma de sociedade anônima, devendo a totalidade de seu capital com direito a voto ser representada por ações nominativas.

Fonte: Kálex, 2024.

3 MOVIMENTAÇÃO PROFISSIONAL DE RECURSOS FINANCEIROS NO SISTEMA DE PAGAMENTOS BRASILEIRO (SPB) DESEMPENHADA POR INSTITUIÇÃO DE PAGAMENTO (IP)

Inicialmente, a Lei n. 10.214/2001 (Brasil, 2001a)⁵⁵, que reformulou o SPB⁵⁶, nele incluiu apenas as entidades autorizadas a funcionar como câmaras e prestadoras de serviços de compensação e liquidação, as quais se voltam para promover acertos ou quitação de dívidas havidas entre as instituições financeiras. Note-se que elas já ofertavam serviços de pagamentos e transferências de valores aos

55 Promulgada em decorrência de conversão da Medida Provisória n. 2.115-16/2001 (Brasil, 2001b), reeditada da originária Medida Provisória n. 2.008/1999 (Brasil, 1999).

56 Conforme o art. 2º da Lei n. 10.214/2001 (Brasil, 2001a), que dispõe sobre a atuação das Câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação do SPB.

seus clientes, em natural decorrência de sua privativa atividade de coleta de recursos financeiros.

Outros agentes econômicos que não se caracterizavam como instituições financeiras, no entanto, começaram a ofertar serviços de pagamentos e transferências de valores em meios eletrônicos, em espaço do mercado livre das amarras regulatórias estatais⁵⁷ (Neves; Freire, 2023, p. 452) e em concorrência com as instituições financeiras.

Especialmente por meio de cartões de crédito ou débito, moedas eletrônicas ou outros meios eletrônicos de pagamento, como aqueles relacionados ao comércio realizado via internet (*e-commerce*), dentre outras funcionalidades, tais agentes, inicialmente, ficavam à margem de um tratamento normativo específico no SPB.

Esse cenário foi alterado com a entrada em vigor da Lei n. 12.865/2013, decorrente da conversão da Medida Provisória n. 615/2013 (Brasil, 2013), que expandiu o alcance do SPB, trazendo para o escopo regulatório do Estado as atividades de pagamento (Freire, 2022 p. 187-216). Dentre outros assuntos, o Estado passou a regular arranjos e instituições de pagamento, com sua inclusão no SPB e atribuição da competência para o BCB regulá-los sob as diretrizes do CMN.

A seguir, expõe-se a revisão dos conceitos de SPB, arranjos de pagamento e IP.

3.1 SPB

O SPB abrange Infraestruturas do Mercado Financeiro (IMF) especificamente criadas para processar de forma separada e especializada os registros de créditos e débitos, as compensações, os pagamentos e as transferências de fundos, títulos e valores mobiliários no mercado financeiro brasileiro⁵⁸ (Pinho, 2025).

57 Cf. Descrição completa da realidade do mercado de pagamentos pode ser encontrada no “Relatório sobre a Indústria de Cartões de Pagamentos”, produzidos por BCB, Ministério da Justiça e Ministério da Fazenda (BCB, 2010).

58 Criado pela art. 2º da Lei n. 10.214/2001 (Brasil, 2001a), que dispõe sobre a atuação das Câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação do SPB.

Com a finalidade principal de permitir as estruturas necessárias à realização dos pagamentos efetuados, por meio de cheque, cartões de débito e crédito, transferência de fundos e outros meios de pagamentos ou objetos, realizando seu processamento, sua compensação e liquidação no mercado financeiro brasileiro, o SPB viabiliza a transferência da titularidade dos recursos financeiros, créditos, títulos e valores mobiliários (Antonacci, 2024, p. 7).

Assim, o SPB compreende o conjunto de entidades, sistemas e procedimentos relacionados ao processamento, à compensação e à liquidação dos pagamentos e das transferências de moeda e de crédito por meio de contas abertas em instituições autorizadas, interligando-as com os demais setores da economia⁵⁹ e o BCB (Neves *et al.*, 2021, p. 45).

As instituições financeiras, que compõem o SFN, ao possibilitarem abertura de contas de depósito à vista ou de contas de pagamento pré-pagas, ao lado das instituições de pagamento que possibilitam a abertura de contas de pagamento, permitem que o cliente realize pagamentos e transferências que serão liquidados por meio das infraestruturas que compõem o SPB.

Uma IMF é um sistema multilateral mantido entre instituições participantes⁶⁰ que pode ser voltado para a realização de compensação, liquidação ou registro de pagamentos e transferências de valores, títulos e créditos (Infraestruturas [...], 2025; BIS, 2012).

No SPB as infraestruturas reúnem instrumentos, procedimentos e regras e podem ser classificadas em grupos conforme suas funções:

a) Sistema de Pagamentos – *Payment System* (PS) –, que permite transferências de fundos. São exemplos: Sistema de Transferência de Reservas (STR); Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI); Sistema de Transferência de Fundos (Sitraf); Sistema de Liquidação Diferida das Transferências Interbancárias de Ordens de Crédito (Siloc).

⁵⁹ Produção e comércio de produtos e prestação de serviços.

⁶⁰ Dentre elas, sua instituidora e responsável por seu funcionamento.

b) Sistema de Liquidação de (Negócios com) Títulos – *Settlement Security System* (SSS) –, que permite a transferência de títulos. São exemplos: Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic); Câmara B3; C3 Registradora.

c) Central Depositária – *Central Securities Depository* (CSD) –, que realiza a guarda centralizada de créditos, títulos e valores mobiliários, armazena informações sobre eles e controla a titularidade, a manutenção e a movimentação de contas de depósito por meio das quais são negociados os referidos objetos. São exemplos: Central Depositária de Renda Variável B3; Sistema CSD BR.

d) Contraparte Central – *Central Counterparty* (CCP) –, que atua como câmara ou prestadora de serviços de compensação e de liquidação, assumindo a posição de parte contratante em relação às contrapartes originais de um negócio, isto é, compradora para vendedores e vendedora para compradores. Assim, administra riscos e funciona como garantidora do negócio celebrado.

e) Registradora – *Trade Repository* (TR) –, que armazena informações sobre créditos, títulos ou valores mobiliários, negócios com eles envolvidos e garantias a eles vinculadas. São exemplos: Balcão B3; C3 Registradora Sistema CERC; Sistema CSD BR.

Além dessas IMFs, o SPB passou a abranger as instituições de pagamento (IP) e os arranjos de pagamento, conforme preenchidos os requisitos normativos. Assim, eles não compõem o SFN e, se fizerem parte do SPB, serão regulados e fiscalizados pelo BCB, conforme diretrizes estabelecidas pelo CMN.

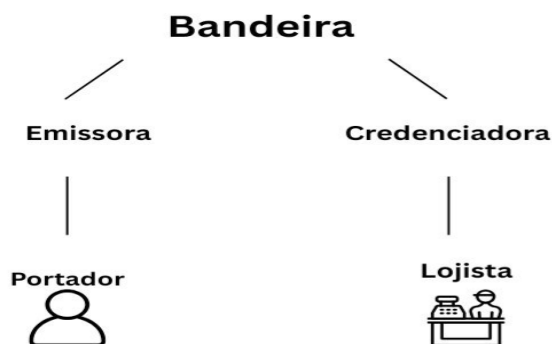
3.2 Arranjo de pagamento como critério de controle estatal de acesso ao SPB

Para fins de regulação e fiscalização do BCB, arranjo de pagamento foi considerado como o conjunto de regras e procedimentos que disciplina a prestação de determinado serviço de pagamento ao

público, quando aceito por mais de um recebedor, mediante acesso direto pelos usuários finais, pagadores e recebedores⁶¹. Assim, pode haver arranjos de pagamento destinados a pagar compras com cartões de crédito, débito e pré-pago, em moeda nacional ou estrangeira, cheques ou boletos, ou para promover a transferência eletrônica disponível (TED) de recursos via ou pagamentos instantâneos (Pix).

O arranjo de pagamento com cartões de crédito ou débito, por exemplo, pode envolver três ou mais partes. No arranjo de cinco partes, por exemplo, tem-se: a instituidora do arranjo⁶² usualmente conhecida como a bandeira – que organiza e define as regras do arranjo; a emissora do cartão de crédito ou de débito; o cliente, conhecido como portador de um desses dois meios de pagamento; a credenciadora dos estabelecimentos para habilitá-los a aceitar os cartões como meios de pagamento; o lojista credenciado a aceitar tal meio de pagamento (Cohen, 2023, p. 135-150; Cozer, 2020, p. 35-59).

Figura 6 – Arranjo de pagamento com cartão de crédito/débito.



Fonte: Arranjo [...], 2023, adaptado pela autora.

61 Lei n. 12.865/2013, art. 6º: “Para os efeitos das normas aplicáveis aos arranjos e às instituições de pagamento que passam a integrar o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), nos termos desta Lei, considera-se: I – arranjo de pagamento – conjunto de regras e procedimentos que disciplina a prestação de determinado serviço de pagamento ao público aceito por mais de um recebedor, mediante acesso direto pelos usuários finais, pagadores e recebedores; [...]” (Brasil, 2013).

62 Lei n. 12.865/2013, art. 6º: “[...] II – instituidor de arranjo de pagamento – pessoa jurídica responsável pelo arranjo de pagamento e, quando for o caso, pelo uso da marca associada ao arranjo de pagamento” (Brasil, 2013).

Os arranjos de pagamento que integram o SPB são aqueles em que o conjunto de participantes apresenta, de forma consolidada, nos últimos 12 meses, volumes iguais ou superiores a R\$ 20 bilhões ou a 100 milhões de pagamentos. Os seus instituidores devem solicitar autorização de funcionamento em até 90 dias após superarem tais limites⁶³.

3.3 IP como critério de controle estatal de acesso ao SPB

A IP é pessoa jurídica que, aderindo a um ou mais arranjos de pagamento, oferece serviços voltados para a movimentação profissional de recursos financeiros, em especial pagamentos e transferências, sem a possibilidade de conceder empréstimos e financiamentos a seus clientes em seu nome próprio. Para ofertar tais serviços, ela utiliza instrumentos de pagamentos conforme sua autorização regulatória, como cartões de débito, de crédito, pré-pago, moeda eletrônica, Pix, boletos de cobrança e outros (Cohen, 2023, p. 69-111).

Em sua atuação, ela pode ter como atividade principal ou acessória, alternativa ou cumulativamente:

- a) disponibilizar serviço de aporte ou saque de recursos mantidos em conta de pagamento;
- b) executar ou facilitar a instrução de pagamento relacionada a determinado serviço de pagamento, inclusive transferência originada de ou destinada à conta de pagamento;
- c) gerir conta de pagamento;
- d) emitir instrumento de pagamento;
- e) credenciar a aceitação de instrumento de pagamento;
- f) executar remessa de fundos;
- g) converter moeda física ou escritural em moeda eletrônica, ou vice-versa, credenciar a aceitação ou gerir o uso de moeda eletrônica;

63 Cf. Resolução BCB n. 150/2021, art. 2º, II, “a” e “b” (BCB, 2021b).

h) outras atividades relacionadas à prestação de serviço de pagamento, designadas pelo BCB.

Apesar de o Estado ter adotado os elementos subjetivo – pessoa jurídica – e objetivo – atividades e objetos para definir a IP –, adotou também, para determinar a abrangência da regulação, o critério proporcional aos riscos acarretados. Assim, existem três conjuntos distintos de IPs classificados como integrantes do SPB e sujeitos aos comandos da Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013):

a) emissores de moeda eletrônica e iniciadores de transação de pagamento, pelo simples exercício dessa atividade, são integrantes do SPB e precisam pedir prévia autorização do BCB para funcionar de modo legítimo;

b) emissores de instrumento de pagamento pós-pago e os credenciadores, além do exercício das atividades típicas de IP a que se dedicam, são integrantes do SPB e precisarão solicitar à Autarquia autorização para funcionar quando alcançam movimentação financeira superior a R\$ 500 milhões; e

c) IPs participantes do Pix que não se enquadrem nos critérios anteriores são considerados integrantes do SPB, independentemente da atividade de pagamento exercida (qualquer das atividades listadas no art. 6º, inciso III, da Lei n. 12.865/2013, é admitida), e **não precisam solicitar autorização para funcionamento** (Freire, 2022, p. 205-206, grifos do autor citado).

3.3.1 IP emissora de moeda eletrônica e gestora de conta de pagamento pré-paga

A IP emissora de moeda eletrônica gerencia conta de pagamento do tipo pré-paga, na qual os recursos devem ser depositados previamente. Coleta recursos e oferece serviços como transferência

de moeda e pagamento, por meio do arranjo de pagamento de que faz parte. Emissores de moeda eletrônica, como IPs integrantes do SPB, sujeitam-se à disciplina estabelecida pelo BCB, conforme as diretrizes traçadas pelo CMN⁶⁴, que como dito devem pedir prévia autorização ao BCB para entrarem no mercado.

Dentre as regras impostas a essas instituições, merece destaque a obrigatoriedade de que mantenham os recursos recebidos de seus clientes e “convertidos” em moeda eletrônica depositados no BCB ou investidos em títulos públicos federais⁶⁵. Tais recursos não integram o patrimônio da IP, devendo ser devolvidos aos clientes em caso de quebra da entidade, conforme previsto no art. 12 da própria Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013).

A IP emissora de moeda eletrônica celebra com seu cliente o contrato de abertura de conta de pagamento pré-paga, por meio da qual realiza pagamentos e transferências como sua mandatária. Para representar os recursos previamente depositados nessa conta pelo cliente, a IP emite a chamada moeda eletrônica.

Trata-se de categoria expressamente definida em lei⁶⁶ que se conforma como um crédito registrado de forma contábil e eletrônica em decorrência de uma quantia de reais depositada em contas de pagamentos pré-pagas contratadas por clientes. Vale lembrar esse tipo de conta pode ser ofertada no mercado brasileiro por instituições financeiras ou de pagamento.

Tal qual no caso da moeda escritural, como titular de moeda eletrônica, o cliente é credor em relação à quantia de reais depositada em uma conta de pagamento pré-paga, com os quais, pode efetuar transferências ou pagamentos. Para a instituição depositária

64 Cf. Resolução BCB n. 80/2021, art. 3º, inciso I (BCB, 2021c).

65 Cf. Resolução BCB n. 80/2021, art. 22, incisos I e II, § 1º (BCB, 2021c).

66 Lei n. 12.865/2013, art. 6º: “Para os efeitos das normas aplicáveis aos arranjos e às instituições de pagamento que passam a integrar o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), nos termos desta Lei, considera-se: VI – moeda eletrônica – recursos armazenados em dispositivo ou sistema eletrônico que permitem ao usuário final efetuar transação de pagamento” (Brasil, 2013).

(devedora), a moeda eletrônica representa uma dívida em decorrência do direito pessoal patrimonial do cliente (credor).

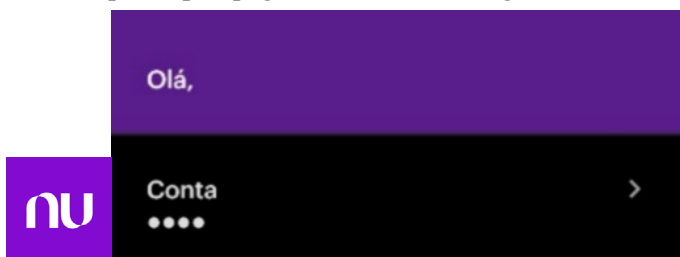
Pelo fato de o contrato de depósito de moedas em contas de pagamento pré-pagas também ser regido pelas regras do mútuo, a instituição financeira ou de pagamentos depositária deve devolver ao cliente os reais que dele recebeu, ou seja, o mesmo gênero, qualidade e quantidade da moeda recebida em depósito. Todavia, tem uma peculiar diferença em relação à moeda escritural. Por expressa disposição legal, foi instituído o patrimônio de afetação sobre os valores recebidos por meio dessas contas⁶⁷.

A instituição depositária, dessa forma, não tem disponibilidade sobre as moedas eletrônicas, devendo manter os créditos a elas relacionados depositados perante o BCB, podendo, no máximo, aplicá-los em títulos públicos federais⁶⁸.

67 Lei n. 12.865/2013, art. 12: “Os recursos mantidos em contas de pagamento: I – constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da instituição de pagamento; II – não respondem direta ou indiretamente por nenhuma obrigação da instituição de pagamento nem podem ser objeto de arresto, sequestro, busca e apreensão ou qualquer outro ato de constrição judicial em função de débitos de responsabilidade da instituição de pagamento; III – não compõem o ativo da instituição de pagamento, para efeito de falência ou liquidação judicial ou extrajudicial; e IV – não podem ser dados em garantia de débitos assumidos pela instituição de pagamento” (Brasil, 2013).

68 Resolução BCB n. 80/2021, art. 22: “As instituições emissoras de moeda eletrônica devem manter recursos líquidos correspondentes aos saldos de moedas eletrônicas mantidas em contas de pagamento, apurados no fechamento da grade regular de operações dos participantes no Sistema de Transferência de Reservas (STR), acrescidos dos: I – saldos de moedas eletrônicas em trânsito entre contas de pagamento na mesma instituição; e II – valores recebidos pela instituição para crédito em conta de pagamento, enquanto não disponibilizados para livre movimentação pelo usuário final titular da conta de pagamento destinatária. § 1º Os recursos apurados na forma do *caput* devem ser alocados exclusivamente em: I – espécie, no Banco Central do Brasil; ou II – títulos públicos federais, registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic)” (BCB, 2021c).

Figura 7 – Aplicativo de acesso às contas de pagamento pré- e pós-pagas ofertadas: Nu Pagamentos.



Fonte: Nubank, 2024.

As instituições de pagamento não podem, em nome próprio, realizar atividades privativas de instituições financeiras, como conceder empréstimos e financiamentos. A IP emissora de moeda eletrônica só pode dispor do dinheiro depositado por seus clientes na conta de pagamento pré-paga como mandatária para realizar pagamentos e transferências, ou no máximo, aplicar em títulos da dívida pública, se o cliente expressamente a autorizar.

3.3.2 IP emissora de instrumento pós-pago e gestora de conta de pagamento pós-paga

A IP emissora de instrumento pós-pago gerencia conta de pagamento do tipo pós-paga, na qual recursos financeiros são depositados para pagar dívidas previamente assumidas pelo depositante, usualmente, o portador de cartão de crédito⁶⁹, o principal exemplo de instrumento de pagamento pós-pago (Instituições [...], 2025)⁷⁰.

⁶⁹ Percebe-se que é possível enquadrar como moeda eletrônica o limite de crédito disponibilizado pela emissora do cartão de crédito no seu chip ou no aplicativo de celular portado pelo cliente, ao se observar a sua definição legal contida no inciso VI, do art. 6º da Lei 12.865/2013 (Brasil, 2013). O valor correspondente ao limite concedido ao cliente conforme seu perfil se qualifica como recursos armazenados em dispositivo ou sistema eletrônico que permitem ao usuário final efetuar pagamentos.

⁷⁰ Cf. Resolução BCB n. 80/2021, inciso II do art. 3º (BCB, 2021c).

Esse tipo de IP precisar solicitar ao BCB autorização para funcionar quando alcança movimentação financeira superior a R\$ 500 milhões. O objeto que ela comumente utiliza é o cartão de crédito físico ou virtual e créditos indexados na moeda contratada, em moeda nacional ou estrangeira, a depender do nível de autorização regulatória e do contrato celebrado com o cliente.

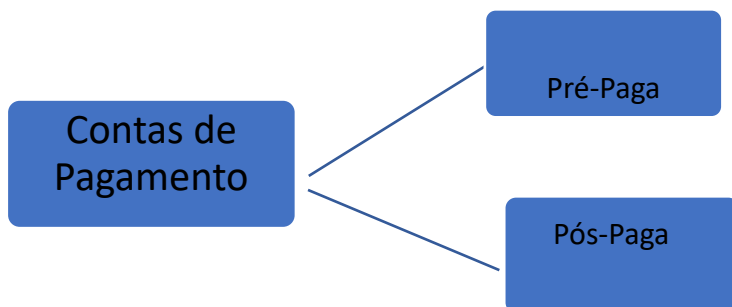
Ao usar o cartão de crédito para pagar dívidas de compras de produtos ou de contratação de serviços, o cliente assume dívida perante a emissora desse instrumento de pagamento.

Nos arranjos de pagamento mais comuns, no vencimento da fatura conforme contratado, o cliente paga o valor devido à emissora do cartão, a qual, por sua vez, o transfere para a IP credenciadora, que o transfere para o lojista que vendeu a prazo o produto ou prestou o serviço para o portador do cartão.

No esquema apresentado no tópico relativo ao arranjo de pagamentos, pode-se visualizar como se relacionam o instituidor do arranjo, chamado no mercado de “titular da Bandeira” (Visa, Elo, etc.), o emissor do cartão (Banco do Brasil, Nu Pagamentos, etc.), a Credenciadora (Rede, Stone Pagamentos, etc.), o lojista (Drogaria Araújo, Supermercado Verde Mar, etc.) e o portador do cartão (Maria, João, etc.).

Do que se expôs até aqui, pode-se dizer que cada uma dessas duas espécies de instituições de pagamento corresponde a uma peculiar autorização regulatória para ofertar um tipo de conta.

Figura 8 –Tipos de contas de pagamento.



Fonte: Elaborado pela autora.

A Nu Pagamentos S.A., por exemplo, é uma instituição de pagamento que pediu e obteve autorização para atuar nas duas posições jurídicas e, assim, atua como emissora de moeda eletrônica e emissora de instrumento pós-pago.

Na atualidade, tem-se observado a adoção de estratégia que combina variados tipos de instituição com distintas autorizações, com objetivo de atuação em uma gama maior de setores do mercado de movimentação profissional de recursos financeiros⁷¹, ou seja, cria-se um grupo de entidades, que o Estado denominou “conglomerado prudencial”.

Conglomerado prudencial é expressão usada para designar grupo de instituições financeiras e demais agentes controlados pelo Estado que atuam de forma coordenada e mediante o estabelecimento de relações jurídicas de subordinação ou vinculação entre elas e sob a regência de uma direção comum. Tal qualificação jurídica impõe às instituições que o integram o dever de elaborar de modo consolidado suas demonstrações financeiras e prestar informações contábeis⁷² com o objetivo de permitir o acompanhamento, a análise, a avaliação e o controle das instituições que integram o mercado brasileiro de movimentação profissional de recursos financeiros (Mendonça, 2025).

É o caso da Nu Pagamentos, que lidera o Conglomerado Nubank. Essa instituição, além de estar autorizada a atuar como IP emissora de moeda eletrônica e de instrumento pós-pago, criou um grupo de entidades composto por outros tipos de instituições para as quais obteve diferentes autorizações (Rosa, 2022, p. 277-314).

A atividade exercida pelo conglomerado varia de acordo com a sua composição. Por exemplo, o Conglomerado Nubank é integrado pela Nu Pagamentos S.A, Nu Financeira S.A, Nu Investimentos S.A. – Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, pelo Rubicon Global Opportunities Fundo de Investimento Financeiro Multimercado CP IE e por outros agentes (Relação [...], 2025).

71 Podendo abranger outros setores da Economia.

72 Cf. Resolução CMN n. 4.950/2021, art. 2º (CMN, 2021b).

A Nu Financeira S/A é uma instituição financeira autorizada a conceder financiamento de bens e serviços, bem como de capital de giro, ou seja, pode celebrar negócios que se relacionem com a concessão de crédito em médio ou longo prazo⁷³. A Nu Investimentos S.A.⁷⁴, é equiparada a uma instituição financeira⁷⁵ e está autorizada a atuar como intermediadora de títulos e valores mobiliários⁷⁶ (Ricioni, 2024, p. 16). O Rubicon é um fundo de investimento financeiro do tipo multimercado. Ele se enquadra, portanto, como condomínio de natureza especial que se submete a peculiar regime jurídico e que reúne recursos financeiros destinados à aplicação em títulos, valores mobiliários, bens e direitos, baseado em vários fatores de risco, sem compromisso de concentração em um fator específico, conforme

73 Resolução CMN n. 1.092/1986: “I – Estabelecer que as sociedades de crédito, financiamento e investimento devem dirigir os recursos provenientes de seus aceites cambiais para as seguintes operações: a) no mínimo 60% (sessenta por cento) para o financiamento de bens e serviços a pessoas físicas ou jurídicas; b) no máximo 40% (quarenta por cento) para o financiamento de capital de giro a pessoas jurídicas, com prazo mínimo de 30 (trinta) dias, admitidas as operações sob a forma de crédito rotativo” (CMN, 1986).

74 Resolução CMN n. 5.008/2022, art. 1º: “Esta Resolução estabelece as normas gerais a serem observadas em matéria de capital, organização, disciplina, fiscalização e atividades das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e das sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, previstas na Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Parágrafo único. As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários somente podem exercer as atividades expressamente previstas nesta Resolução e nos demais regulamentos em vigor” (CMN, 2022b).

75 Cf. § 1º do art. 18 da Lei n. 4.594/1964. De acordo com o marco conceitual adotado no “Projeto de Pesquisa Sistema Financeiro Nacional: negócios e regulação”, as instituições financeiras submetidas ao regime jurídico do Direito Privado são aquelas que podem coletar recursos financeiros para repassá-los e as que, embora não se enquadrem nesse parâmetro, expressamente, tenham sido qualificadas como tais pelas normas competentes, como sociedade de crédito de direto e a sociedade de empréstimo entre pessoas (Brasil, 1964/1965).

76 Resolução CMN n. 5.105/2023, art. 1º: “Esta Resolução estabelece diretrizes mínimas que devem ser observadas na: I – disciplina das condições de constituição e de funcionamento das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, das sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários e das sociedades corretoras de câmbio; e II – autorização para constituição e funcionamento e na supervisão das atividades das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, das sociedades corretoras de câmbio e das sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários” (CMN, 2023).

as regras que o regem⁷⁷ e a política de investimento definida em seu regulamento⁷⁸.

A Nu Pagamentos S/A atua como correspondente⁷⁹ da Nu Financeira S/A, da Nu Investimentos S/A e da Nu Investimentos S.A. - Corretora de Títulos e Valores mobiliários. Conforme o art. 4º da Resolução CMN n. 4.935/2021 (Brasil, 2021a), o correspondente é espécie de representante de uma instituição autorizada pelo BCB, que, em nome dela – de acordo com o que foi contratado e com a autorização de que dispõe a representada –, oferta serviços que ela pode prestar. Podem ser correspondentes empresários, sociedades, associações, prestadores de serviços notariais e de registro e empresas públicas. É comum usar os serviços de correspondentes em lotéricas, banco postal e em supermercados.

É com adoção dessa estrutura que combina vários critérios regulatórios que a Nu Pagamentos obteve autorização para oferecer empréstimos aos clientes do aplicativo Nubank. Ou seja, ela oferece empréstimos aos seus clientes em nome da instituição financeira que integra o conglomerado prudencial por ela liderado. Desse modo, a Nu Pagamentos atua como correspondente da Nu Financeira.

77 Cf. Resolução CVM n. 175/2022, art. 58 da Seção IV, do Anexo Normativo I – Fundos de Investimento Financeiro (CVM, 2022).

78 Cf. Lei n. 10.406/2002 (Código Civil), art. 1.368-C: “O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza (Incluído pela Lei n. 13.874, de 2019)” (Brasil, 2002); Resolução CVM n. 175/2022, art.. 4º: “O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos, de acordo com a regra específica aplicável à categoria do fundo” (CVM, 2022).

79 Resolução CMN n. 4.935/2021, art. 4º: “Podem ser contratados, na qualidade de correspondente: I – as sociedades, os empresários e as associações definidos na Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil); II – os prestadores de serviços notariais e de registro de que trata a Lei n. 8.935, de 18 de novembro de 1994; e III – as empresas públicas” (CMN, 2021a).

3.3.3 IP credenciadora

A IP credenciadora é sociedade empresária que habilita estabelecimentos empresariais para aceitação de instrumentos de pagamento, sem gerenciar contas de pagamento de usuários finais (Instituições [...], 2025) e que participa do processo de liquidação dos pagamentos como credora perante o emissor do instrumento de pagamento, conforme as regras do arranjo de pagamentos⁸⁰. Exemplo: fornecedora de maquininhas para recebimento de cartões de crédito, débito e de Pix pelos lojistas.

Esse tipo de IP também precisa solicitar ao BCB autorização para funcionar quando alcança movimentação financeira superior a R\$ 500 milhões. Em sua atividade, a credenciadora se utiliza de bens – as maquininhas, créditos indexados em moeda oficial e serviços relacionados ao exercício de sua atividade de credenciamento dos lojistas e de liquidação dos pagamentos que lhes são devidos.

As maquininhas podem ser alugadas ou vendidas e o contrato de credenciamento pode abranger, inclusive, fornecimento de manutenção em tais equipamentos (Jachemet, 2018, p. 84).

3.3.4 IP iniciadora de pagamentos

A iniciadora de pagamentos é a espécie de IP que passou a ser regulada em 2020 (BCB, 2018) no ordenamento jurídico brasileiro, justamente porque suas atividades passaram a fazer mais sentido com o funcionamento do *Open Finance* e do Pix. Ela se dedica a prestar serviços destinados a facilitar a concretização do pagamento ordenado pelo usuário final por meio de uma única tela, que pode ser acessada pelo *smartphone*, computador ou outros dispositivos eletrônicos.

Tal categoria de IP não confere poderes para gerenciar conta de pagamento ou deter os fundos correspondentes aos pagamentos

80 Cf. Resolução BCB n. 80/2021, art. 3º, inciso III (BCB, 2021c).

iniciados e deve pedir prévia autorização ao BCB para entrar no mercado.

Percebe-se, assim, que ela atua auxiliando as IPs e as IFs na oferta da movimentação profissional de recursos financeiros, não podendo ela própria praticar esse tipo de atividade. O objeto utilizado por ela em sua atividade, portanto, são os dados dos clientes – tanto do pagador quanto do recebedor – e as prestações de fazer traduzidas nos serviços que oferta para a iniciação de pagamentos ordenados por seus clientes.

De tudo que foi exposto, pretende-se que o leitor compreenda que, apesar de o Estado brasileiro ter concebido o conceito de instituição financeira para utilizá-la como critério de controle de entrada no SFN, e o conceito de instituição de pagamento como critério vinculados ao SPB, as IFs também estão autorizadas a atuar no SPB, conforme o tipo em que se enquadram e sua peculiar regulação.

Para exemplificar, cita-se o banco comercial, que tem ampla liberdade para atuar nos dois sistemas e, por outro lado, a companhia hipotecária, que somente pode atuar no SFN. Ele pode ofertar no mercado contas de depósito, contas de pagamento e atuar como credenciador e iniciador de pagamentos. Ela não pode atuar no SPB, tampouco se enquadrar em qualquer das quatro espécies de instituições de pagamentos. Somente pode, portanto, ofertar aos seus clientes contas de depósito a prazo e, não, contas de pagamento pré-paga e pós-paga⁸¹. Ao lado desses critérios, no entanto, outras categorias têm sido adicionadas como conglomerado prudencial,

81 Cf. Resolução CMN n. 4.985, art. 3º (CMN, 2022a).

correspondente, fundo de investimento, securitizadora⁸² e empresa simples de crédito⁸³.

No quadro a seguir, podem ser observadas as 16 espécies de instituições financeiras assim enquadradas conforme o recorte conceitual aqui adotado⁸⁴, os 4 tipos de instituições de pagamento, os demais agentes mencionados e o conglomerado que é um conjunto de agentes.

82 Securitização é, nos termos da Lei n. 14.430/2022, a atividade em que se adquire direitos creditórios para lastrear a emissão de certificados de recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários perante investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam (Brasil, 2022). Lei n. 14.430/2022, art. 18: “As companhias securitizadoras são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações que têm por finalidade realizar operações de securitização. Parágrafo único. É considerada operação de securitização a aquisição de direitos creditórios para lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários perante investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam” (Brasil, 2022).

83 A Lei Complementar n. 167/2019 (Brasil, 2019), criou a Empresa Simples de Crédito (ESC), qualificação que permite o exercício profissional de empresa voltada ao mercado de empréstimo de recursos financeiros, financiamento e desconto de títulos de crédito, na área do município ou distrito da sede do empresário ou sociedade empresária e do território de municípios limítrofes, sem precisar obter para tanto prévia autorização do Banco Central do Brasil. Diferentemente dos demais critérios analisados neste trabalho, o Bacen não exercerá diretamente o controle de entrada e saída no mercado do sujeito que adotar a qualificação ESC. O registro e averbações do ato constitutivo da ESC na Junta Comercial não devem vir acompanhados de prévia autorização da referida autarquia e a sua eventual insolvência está submetida ao regime jurídico da falência e recuperação de empresas. Com liberdade para fixar a taxa de juros que vai cobrar ao praticar de modo profissional a atividade de aplicação de recursos financeiros, o qualificado como ESC se beneficia de considerável diminuição de incidência da regulação estatal, como também do registro empresarial próprio de contratos e respectivas garantias constituídas por alienação fiduciária, o que por sua vez, confere diferenciado tratamento de seu crédito no regime jurídico da falência ou recuperação judicial do devedor. Em contrapartida do acesso não controlado ao mercado e desses outros benefícios, valendo-se da intervenção penal, o Estado brasileiro instituiu modo de controle estatal, mais voltado à fiscalização da permanência e atuação do agente qualificado como ESC no mercado. Assim, para se adotar a ESC, deve-se respeitar requisitos de constituição e de funcionamento. Para mais detalhes, cf. Diniz; Neves, 2019; Brodt, Neves, 2021.

84 Cf. Neves, 2018.

Quadro 3 – Breve panorama de agentes do SFN e do SPB.

IF		IP
1. B. comercial; 2. B. múltiplo; 3. B. de investimento; 4. B. de desenvolvimento; 5. B. de câmbio. 6. CEF; 7. Ag. de fomento; 8. Soc. de crédito, financ. e investimento; 9. Soc. de crédito imobiliário; 10. Soc. de arrendam. mercantil (leasing); 11. Assoc. de poupança e empréstimo; 12. Cia. hipotecária;	13. Coop. de crédito; 14. Soc. de crédito ao MEI e à EPP; 15. Soc. de crédito direto; 16. Soc. de empr. entre pessoas.	1. Emissora de moeda eletrônica; 2. Emissora de instrumento pós-pago; 3. Credenciadora 4. Iniciadora de pagamentos
	Fundo de investimento	Conglomerado
	Securitizadora	ESC
	Correspondente	

Fonte: Elaborado pela autora.

A compreensão geral da regulação estatal da movimentação profissional de recursos financeiros no Brasil requer o entendimento sobre as inovações correspondentes ao *Open Finance*, Pix e Drex, a seguir expostos de forma breve.

4 *OPEN FINANCE*, PIX E DREX: CONCEITOS NECESSÁRIOS À COMPREENSÃO GERAL DA REGULAÇÃO DO MERCADO BRASILEIRO DE MOVIMENTAÇÃO PROFISSIONAL DE RECURSOS FINANCEIROS

O denominado *Open Banking*, pela redação original da Resolução Conjunta BCB/CMN n. 1/2020 (BCB/CMN, 2020c), criada em decorrência do Edital de Consulta Pública BCB n. 73/2019 (BCB, 2019), passou a ser chamado *Open Finance*⁸⁵ – Sistema Financeiro Aberto e a incluir além de serviços relacionados à atividade bancária como oferta

⁸⁵ A expressão *Open Banking* foi substituída pela expressão *Open Finance*, para permitir ao consumidor maior compreensão sobre os dados e serviços por meio dele disponibilizados, uniformidade na comunicação e alinhamento aos objetivos relacionados à agenda de compartilhamento de informações sobre movimentação de recursos financeiros em implementação no Brasil (Jorge, 2022).

de crédito, outros como seguros, investimentos e previdência (Araujo, 2023; Cavalcante Neto, 2025).

Com o objetivo de incentivar a inovação, promover a concorrência, aumentar a eficiência do SFN e do SPB e promover a cidadania dos clientes desses sistemas, o *Open Finance* é mecanismo que viabiliza o compartilhamento padronizado de dados e serviços que permitem a abertura e a integração de sistemas de instituições financeiras, instituições de pagamento e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB (BCB, 2020c).

Com essa abertura e integração, o *Open Finance* possibilita que clientes do SFN e do SPB levem suas informações relativas a relacionamentos mantidos com instituições financeiras ou de pagamentos para outras entidades com o fim de obterem melhores condições contratuais.

Cavalcante Neto (2025) apresenta dados que mostram os benefícios decorrentes da adoção do *Open Finance* no Brasil e Moura (2025), o que ainda precisa ser aperfeiçoado para que alcance todo o seu potencial. Ambos, no entanto, ressaltam a importância da obrigatoriedade de participação desse sistema de compartilhamento de informações por instituições integrantes dos níveis de supervisão prudencial S1 e S2.

A obrigatoriedade é igualmente mencionada como uma das justificativas para o sucesso do Pix em Cavalcante Neto (2025) e em Carvalho (2022), também lançado em 2020.

A Circular n. 3.985/2020 (BCB, 2020a), o primeiro marco normativo do Pix, traçou a estrutura básica do Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI), por meio qual o Pix é ofertado e processado, e em seu art. 4º prescreveu a obrigatoriedade de participação no futuro arranjo de pagamentos instantâneos para IFs e IPs autorizadas a funcionar pelo BCB que mantivessem mais de quinhentas mil contas ativas para seus clientes, consideradas contas de depósito à vista, de contas de poupança e contas de pagamento.

Regulado pela Resolução BCB n. 1/2020 (BCB, 2020e), o Pix teve início no dia 16 de novembro de 2020, com o propósito de viabilizar

de forma instantânea a realização de pagamentos e transferências de recursos financeiros entre usuários finais, 24 horas por dia, nos 7 dias da semana.

A expressão Pix foi apreendida pelo BCB com duplo significado, ou seja, como arranjo de pagamentos e como ato de efetuar instantâneos pagamentos ou transferências de recursos financeiros⁸⁶. Tais atos são realizados no contexto do SFN (BCB, 2020e) e do SPB e são processados por meio do SPI, a infraestrutura centralizada na qual se processa a liquidação bruta em tempo real dos pagamentos e transferências a que se denomina Pix (Neves; Freire, 2023).

O Pix é viabilizado por meio das Contas Pagamentos Instantâneos (Contas PI)⁸⁷ mantidas no BCB pelos participantes do SPI e das “contas transacionais”, isto é, contas de depósito ou de pagamento contratadas por usuários finais para fins de realização de pagamentos ou recebimento de recursos.

O SPI⁸⁸ é composto de *softwares*, *hardwares*, procedimentos e regras criados e mantidos pelo BCB, dentre os quais funciona a base centralizada de dados de endereçamento dos pagamentos chamada

86 Resolução n. 1/2020, art. 3º: “Para os efeitos deste Regulamento, as expressões e os termos relacionados são assim definidos: [...] XVII – Pix: arranjo de pagamentos instituído pelo Banco Central do Brasil que disciplina a prestação de serviços de pagamento relacionados a transações de pagamentos instantâneos e a própria transação de pagamento instantâneo no âmbito do arranjo; [...]” (BCB, 2020e).

87 Os contornos da Conta PI são bem descritos por Neves *et al.* (2021, p. 35): “É por meio da Conta PI aberta no BCB que as instituições financeiras e de pagamento, que atuam como participantes diretos no SPI (BCB, 2020b, Regulamento, art. 2º, VI), têm acesso e fornecem aos respectivos clientes os serviços envolvendo o Pix: usuários de contas de depósito à vista ou de poupança e de contas de pagamento; clientes que pretendem acessar o SPI como participantes indiretos. Assim, por meio da Conta PI, realiza-se a troca de mensagens para transmitir informações sobre ordens de crédito no Pix, o arranjo de pagamentos aberto que, por meio de regras e procedimentos, permite que instituições autorizadas ofereçam ao mercado serviços de transferência de recursos financeiros ou pagamentos instantâneos, com uso do instrumento, que também recebeu a denominação Pix (BCB, 2020d, p. 181), que inclusive pode ser contratado para data futura (BCB, 2020d, Regulamento, arts. 8º a 11)”.

88 Resolução BCB n. 195/2022, art. 1º: “[...]. Parágrafo único. O SPI é a infraestrutura centralizada de liquidação bruta em tempo real de pagamentos instantâneos que resultam em transferências de fundos entre seus participantes titulares de Conta PI no Banco Central do Brasil” (BCB, 2022b).

“Diretório de Identificadores de Contas Transacionais (DICT)”⁸⁹, no qual são cadastradas e armazenadas as chaves de acesso dos clientes do Pix.

Perceba-se que o Pix é um meio de pagamento disponibilizado pelo BCB aos usuários de ambos os sistemas, ou seja, do SFN e do SPB, por meio das instituições financeiras e das instituições de pagamentos, tal qual foi feito no caso do *Open Finance*. Pode-se compreender, assim, que tanto o *Open Finance* quanto o Pix são serviços prestados no SFN e no SPB por IFs e IPs em decorrência de intervenção estatal que as obrigou a ofertá-los.

Diferentemente, tem sido proposto no caso do Drex, a moeda digital brasileira em estudo pelo BCB (A Moeda [...], 2023). Anteriormente chamado “Real Digital”, ainda não foi lançado no mercado brasileiro para clientes reais e encontrar-se em fase de testes com a utilização da tecnologia de registro distribuído – *Distributed Ledger Technology* (DLT)⁹⁰ –, tudo indica que abrangerá apenas as instituições interessadas e selecionadas para ofertar tal tipo de meio de pagamento.

A fase I do Piloto Drex foi modulada para possibilitar a compra e a venda de fictícios títulos públicos federais tokenizados (TPFTs), de clientes também fictícios, e, apesar dos avanços, foi encerrada com o diagnóstico de limitações (BCB, 2025c). A fase II do Piloto Drex foi iniciada em setembro de 2024 e 13 temas foram selecionados para novos testes envolvendo, também, a questão da privacidade, tendo sido anunciado em julho de 2025 que relatório com seus resultados está sendo elaborado (Banco Central [...], 2024; Bomfim, 2025). Em

89 Resolução BCB n. 1/2020, Regulamento, art. 3º: “Para os efeitos deste Regulamento, as expressões e os termos relacionados são assim definidos: [...] VIII – Diretório de Identificadores de Contas Transacionais (DICT): componente do Pix que armazena chaves Pix vinculadas às informações sobre os usuários finais e suas correspondentes contas transacionais, com a finalidade de facilitar o processo de iniciação de transações de pagamento pelos usuários pagadores, de mitigar o risco de fraude em transações no âmbito do Pix e de suportar funcionalidades que contribuem para o bom funcionamento do arranjo;” (BCB, 2020e; BCB, 2024a).

90 Por meio da Resolução BCB n. 315/2023 (BCB, 2023).

junho de 2025, anunciou-se que o BCB dará início à fase III do Piloto Drex, mais voltada para a garantia de crédito (Grossmann, 2025).

Com o formato adotado baseado no modelo adotado nas criptomoedas e *stablecoins*, fundamentado na concepção de finanças descentralizadas – *Decentralized Finances* (DeFi) –, a implantação do Drex prometida até a mudança de enfoque em junho de 2025, pretendia permitir o registro de pagamentos e transferências de recursos financeiros em formatos não oferecidos pelo avançado SPI por meio do qual o cliente acessa o Pix. Caso esse modelo do Drex seja bem-sucedido, tem forte indicativo de trazer soluções para a atual fragmentação dos sistemas de pagamentos dos países e entre eles, podendo incrementar o comércio aberto global e o uso das plataformas digitais localizadas em diferentes nações, gerando facilidades para a celebração de negócios e seus respectivos pagamentos transfronteiriços (Neves; Corrêa, 2025).

No modelo de Drex programável, planeja-se valer dos *smart contracts*, os chamados contratos inteligentes, que, na verdade, são códigos inseridos em programas de computador, por meio dos quais são adicionadas técnicas de linguagem de programação que atuam com a lógica de “se... então”, isto é, se determinada condição for cumprida, então, transfere-se o pagamento ou o bem. No caso do modelo brasileiro previsto até junho de 2025, a intermediação de acesso à Plataforma Drex seria feita pelo banco ou instituição autorizada pelo BCB e contratada pelo cidadão (O que é [...], 2024).

Com essas características, o Drex tende a contribuir para a manutenção do controle estatal sobre a condução da política monetária, visto que mantém as características de moeda oficial, ao mesmo tempo que utiliza a tecnologia *Distributed Ledger Technology* (DLT). Nesse sentido, há indícios de que o Real Digital constituirá um objeto oferecido pelo Estado de modo descentralizado para efetuar pagamentos e precificar bens e direitos, tendendo, assim, a assegurar o interesse da população pela moeda oficial e a contribuir para manter o poder estatal em relação à sua emissão e regulação (Diniz; Neves; Ramos, 2023).

Com essas informações sobre o *Open Finance*, o Pix e o Drex, faz-se a sua caracterização básica, que se apresenta suficiente para completar o exame das categorias elementares e necessárias à compreensão geral dos critérios utilizados pelo Estado brasileiro na regulação do mercado de movimentação profissional de recursos financeiros.

5 CONCLUSÃO

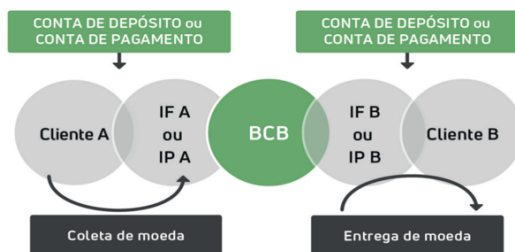
O estudo apresentado permite concluir que pelo atual desenho adotado, os sistemas que compõem o mercado brasileiro de movimentação profissional de recursos financeiros foram moldados no modelo centralizado no qual o BCB ocupa lugar central no controle e no funcionamento do SFN, do SPB e do SPI, sendo as definições de IF e IP os critérios gerais adotados pelo Estado para controlar a entrada dos agentes em cada um deles.

Com tal posição centralizada, o BCB atua como porta de entrada e de saída de recursos financeiros para as instituições financeiras e para as instituições de pagamento por meio de contas que abre para elas, conforme o tipo de autorização regulatória de cada uma: contas Reservas Bancárias, contas de Liquidação, contas de Movimentação de Moeda Eletrônica e contas de Pagamento Instantâneo. Essas contas, por sua vez, movimentam recursos financeiros para seus clientes por meio das contas que abrem para eles, conforme a regulação e os contratos que celebram: contas de depósito, somente para as IF e de pagamento, para as IF e as IP.

Esse fluxo de recursos financeiros centralizado pelo banco central brasileiro via contas abertas pelos clientes perante as instituições financeiras ou de pagamentos, as quais, por sua vez mantêm contas abertas perante o BCB, tal como demonstrado na figura a seguir, sofrerá significativa mudança caso o Drex venha a ser implantado no modelo desenhado com base em DLT até junho de 2025.

Figura 9

Créditos e débitos relativos a pagamentos e transferências no STR ou no SPI via conta Reservas Bancárias, De Liquidação, Movimentação de Moeda Eletrônica ou Pagamentos Instantâneos

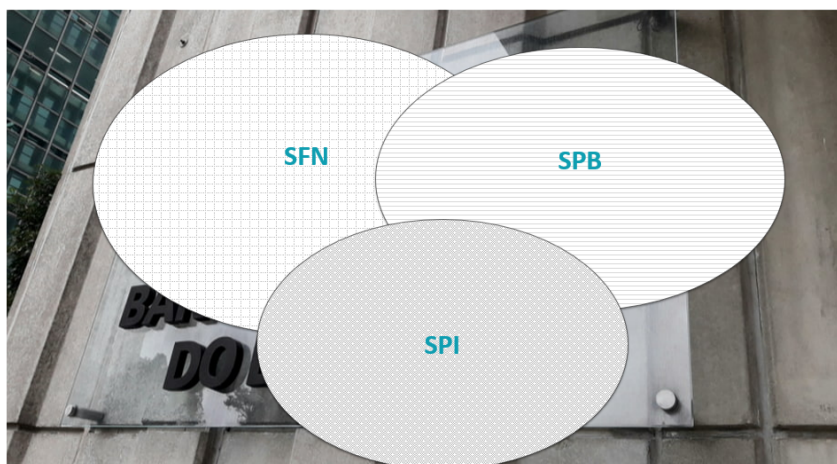


Fonte: elaboração dos autores.

Fonte: NEVES; SILVA; COSTA, 2021.

Nesse modelo centralizado, o SFN, o SPB e o SPI estão estruturalmente conectados em forte e acentuada interseção para que ocorra a movimentação profissional de recursos financeiros entre o BCB, as IFs e as IPs, bem como entre elas e seus respectivos clientes.

Figura 10 – SFN, SPB e SPI: sistemas separados, porém com pontos de intercessão.



Fonte: Elaborado pela autora.

REFERÊNCIAS

A MOEDA digital oficial brasileira (Drex) – Referências básicas. BCB, nov. 2023. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/real_digital_docs/drex_referencias_basicas_nov2023.pdf. Acesso em: 24 jul. 2025.

ANTONACCI, Leonardo. A autorregulação regulada da interoperabilidade entre infraestruturas de mercado financeiro. *Revista de Direito Setorial e Regulatório*, Brasília, v. 10, n. 2, p. 1-33, out. 2024. Disponível em: <https://periodicos.unb.br/index.php/rdsr/article/view/51826/41250>. Acesso em: 9 jun. 2025.

ARAUJO, Rhanna Lavinia Costa. *Um exercício de verificação dos resultados da implantação e regulação do Open Finance no Brasil*. 2023. 23 f. Orientadora: Rubia Carneiro Neves. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2023.

ARRANJOS de pagamento: estabilidade financeira. BCB. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/arranjospagamento>. Acesso em: 15 de agosto de 2024.

B3: Brasil, Bolsa Balcão. *Manual de procedimentos operacionais da B3*. 8 abr. 2019. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/93/D2/40/3B/8AFE961023208E96AC094EA8/Manual%20de%20procedimentos%20operacionais%20de%20negocia%C3%A7%C3%A3o%20da%20B3%20-%20Vers%C3%A3o%2008042019.pdf>. Acesso em: 9 jun. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Circular n. 3.885, de 26 de março de 2018. Estabelece os requisitos e os procedimentos para autorização para funcionamento, alteração de controle e reorganização societária, cancelamento da autorização para funcionamento, condições para o exercício de cargos de administração nas instituições de pagamento

e autorização para a prestação de serviços de pagamento por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. *Diário Oficial da União*, 27 mar. 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Circular&numero=3885>. Acesso em: 4 jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Circular n. 3.985, de 18 de fevereiro de 2020. *Diário Oficial da União*, Brasília, 19 fev. 2020a. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50921/Circ_3985_v3_L.pdf. Acesso em: 1º jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Circular n. 4.027, de 12 de junho de 2020. Institui o arranjo de pagamentos Pix e aprova o seu Regulamento. *Diário Oficial da União*, Brasília, 16 jun. 2020b. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/circular-n-4.027-de-12-de-junho-de-2020-261759318>. Acesso em: 4 jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Conselho Monetário Nacional (CMN). Resolução Conjunta n. 1, de 4 de maio de 2020. Dispõe sobre a implementação do *Open Finance*. *Diário Oficial da União*. 5 maio 2020c. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/51028/Res_Conj_0001_v4_P.pdf. Acesso em: 1º jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Diretório de identificadores de contas transacionais* (DICT). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/dict>. 2024a. Acesso em: 6 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Edital de Consulta Pública n. 73, de 28 de novembro de 2019. Divulga propostas de atos normativos que dispõem sobre a implementação do Sistema Financeiro Aberto (*Open Banking*). Brasília: Banco Central do Brasil, 2019. Disponível em: <https://alertas-v3.directoriolegislativo.org/wp-content/uploads/2019/11/BRA.-EditalConsultaPublica73.pdf>. Acesso em: 4 jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Especificações técnicas e de negócio do ecossistema de pagamentos instantâneos brasileiro*. Versão 6.2. 2020d. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/forumpireunioes/Documento_de_especificacoes-versao6-2.pdf. Acesso em: 4 jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Estatísticas de meios de pagamentos*. 2024b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/spbadendos?ano=2024>. Acesso em: 9 mar. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Estatísticas do Pix*. 10 out. 2024c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/estatisticaspix>. Acesso em: 13 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Ministério da Justiça (MJ). Ministério da Fazenda (MF). *Relatório sobre a indústria de cartões de pagamentos*. 2010. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/sistema_pagamentos_brasileiro/Publicacoes_SPB/Relatorio_Cartoes.pdf. Acesso em: 23 jul. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Piloto Drex: relatório: fase 1*. 27 fev. 2025. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/real_digital_docs/piloto/Relatorio_Drex_piloto_fase_1.pdf. Acesso em: 1º jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 1, de 12 de agosto de 2020. Institui o Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI) e a Conta Pagamentos Instantâneos (Conta PI) e aprova o seu regulamento. *Diário Oficial da União*, Brasília, 13 ago. 2020e. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=1>. Acesso em: 4 jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 145, de 24 de setembro de 2021. Define e consolida as regras do recolhimento compulsório sobre

recursos a prazo. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 27 set. 2021a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=145>. Acesso em: 9 mar. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 150, de 6 de outubro de 2021. Consolida normas sobre os arranjos de pagamento, aprova o regulamento que disciplina a prestação de serviço de pagamento no âmbito dos arranjos de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), estabelece os critérios segundo os quais os arranjos de pagamento não integrarão o SPB e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 8 out. 2021b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=150>. Acesso em: 9 abr. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 189, de 23 de fevereiro de 2022. Define e consolida as regras do recolhimento compulsório sobre recursos à vista e incorpora regras do recolhimento compulsório sobre recursos de depósitos e de garantias realizadas. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 25 fev. 2022a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=189>. Acesso em: 9 mar. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 195, de 3 de março de 2022. Aprova o Regulamento do Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI) e da Conta Pagamentos Instantâneos (Conta PI). *Diário Oficial da União*, Brasília, 7 mar. 2022b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=195>. Acesso em: 4 jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 315, de 27 de abril de 2023. Institui o Comitê Executivo de Gestão (CEG) do

Projeto-Piloto da Plataforma do Real Digital (Piloto RD) e aprova o Regulamento do Piloto RD. *Diário Oficial da União*, Brasília, 28 abr. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=315>. Acesso em: 4 jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 80, de 25 de mar. de 2021. Disciplina a constituição e o funcionamento das instituições de pagamento, estabelece os parâmetros para ingressar com pedidos de autorização de funcionamento por parte dessas instituições e dispõe sobre a prestação de serviços de pagamento por outras instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 29 mar. 2021c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=80>. Acesso em: 9 mar. 2025.

BANCO CENTRAL inicia segunda fase do Piloto Drex. *BCB*, 23 set. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/20331/noticia>. Acesso em: 1º jul. 2025.

BANCO ITAÚ. *Google Play*. 2024. Disponível em: https://play.google.com/store/apps/details?id=com.itaunet&hl=pt_BR. Acesso em: 24 jul. 2024.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Committee for Payment and Settlement Systems (CPSS). Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (TCIOSC). *Principles for financial market infrastructures* (PFMI). abr. 2012. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>. Acesso em: 23 jun. 2025.

BC PUBLICA regulamento para segunda fase do Piloto Drex. Inscrições serão de 14/10 a 29/11. *BCB*. 10 out. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/20359/nota>. Acesso em: 13 nov. 2024.

BOMFIM, Ricardo. Caixa e BB simulam venda ‘tokenizada’ de imóvel financiado no Drex. Bancos fizeram teste ao lado da Elo e de cooperativas de crédito. *Valor Econômico*, São Paulo. 1º jul. 2025. Disponível em: <http://periodicos.unesc.net/AnaisDirH/article/view/5872>. Acesso em 2 jul. 2025.

BRASIL. [Constituição (1988)]. Constituição da República Federativa do Brasil. Texto constitucional de 5 de outubro de 1988 com as alterações adotadas por emendas constitucionais de revisão. *Diário Oficial da União*, Brasília, 5 out. 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. Decreto n. 11.907, de 30 de janeiro de 2024. Aprova a Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e das Funções de Confiança do Ministério da Fazenda e remaneja e transforma cargos em comissão e funções de confiança. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 nov. 2024. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/decreto/D11907.htm#art6. Acesso em: 13 nov. 2024.

BRASIL. Decreto n. 57.663, de 24 de janeiro de 1966. Promulga as convenções para adoção de uma lei uniforme em matéria de letras de câmbio e notas promissórias. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 jan. 1966 e retificado em 2 mar. 1966. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/antigos/d57663.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. Decreto-Lei n. 759, de 12 de agosto de 1969. Autoriza o Poder Executivo a constituir a empresa pública Caixa Econômica Federal e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 26 ago. 1969.

Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0759.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. Lei Complementar n. 167, de 24 de abril de 2019. Dispõe sobre a Empresa Simples de Crédito (ESC) e altera a Lei n. 9.613, de 3 de março de 1998 (Lei de Lavagem de Dinheiro), a Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995, e a Lei Complementar n. 123, de 14 de dezembro de 2006 (Lei do Simples Nacional), para regulamentar a ESC e instituir o Inova Simples. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 abr. 2019. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp167.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. *Lei Complementar n. 179, de 24 de fevereiro de 2021*. Dispõe sobre a autonomia do Banco Central do Brasil. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 fev. 2021a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em 13 nov. 2024

BRASIL. Lei Complementar n. 6, de 30 de junho de 1970. Concede isenção de impostos federais, estaduais e municipais à Caixa Econômica Federal (CEF). *Diário Oficial da União*, Brasília, 1º jun. 1970. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp06.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. Lei n. 10.214, de 27 de março de 2001. Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, Brasília, DF, 28 mar. 2001a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10214.htm. Acesso em: 23 jun. 2025.

BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial da União*, Brasília, 11 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. Lei n. 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; dispõe sobre os de pagamento e as instituições de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB); [...]. *Diário Oficial da União*, Brasília, 10 out. 2013. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12865.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. Lei n. 14.286, de 29 de dezembro de 2021. Dispõe sobre o mercado de câmbio brasileiro, o capital brasileiro no exterior, o capital estrangeiro no País e a prestação de informações ao Banco Central do Brasil; altera as Leis n. 4.131, de 3 de setembro de 1962, 4.728, de 14 de julho de 1965, 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 10.192, de 14 de fevereiro de 2001, e 11.371, de 28 de novembro de 2006, e o Decreto n. 23.258, de 19 de outubro de 1933; [...]. *Diário Oficial da União*, Brasília, 30 dez. 2021b. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/l14286.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. Lei n. 14.430, de 3 de agosto de 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; [...]. *Diário Oficial da União*, Brasília, 22 dez. 2022. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/Lei/L14430.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. Lei n. 4.594, de 29 de dezembro de 1964. Regula a profissão de corretor de seguros. *Diário Oficial da União*, Brasília, 5 jan. 1965. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 30 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 dez. 1964, Suplemento e retificado em 3 fev. 1965. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 25 jun. 2024.

BRASIL. Lei n. 5.474, de 18 de julho de 1968. Dispõe sobre as duplicatas, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 19 jul. 1968 e retificado em 25 jul. 1968. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5474.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. Lei n. 5.662, de 21 de junho de 1971. Enquadra o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE) na categoria de empresa pública, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 21 jun. 1971. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5662.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 9 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. Lei n. 7.357, de 2 de setembro de 1985. Dispõe sobre o cheque e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 1985. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7357.htm. Acesso em: 4 jul. 2025.

BRASIL. Lei n. 9.069, de 29 de junho de 1995. Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para conversão das obrigações para o REAL, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 30 jun. 1995. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9069.htm. Acesso em: 13 nov. 2024.

BRASIL. Medida Provisória n. 2.008, de 14 de dezembro de 1999. Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 15 dez. 1999. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/antigas/2008.htm. Acesso em: 23 jun. 2025.

BRASIL. Medida Provisória n. 2.115-16, de 23 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 26 fev. 2001b. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/2115-16.htm. Acesso em: 23 jun. 2025.

BRASIL. Senado Federal. Proposta de Emenda à Constituição n. 65, de 27 de novembro de 2023. Dispõe sobre o regime jurídico aplicável ao Banco Central. *Diário Oficial da União*, Brasília, 28 nov. 2023. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/Decreto/D11907.htm#art5. Acesso em: 13 nov. 2024.

BRODT, Luís Augusto Sanzo. NEVES, Rubia Carneiro. Empresa simples de crédito, intervenção penal e as teorias de Winfried Hassemer e Juarez Tavares. *Revista Justiça do Direito*, Paasso Fundo, v. 35, n. 2, p. 62-94, 2021. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/68062/2/Empresa%20Simples%20de%20Cr%C3%A9dito%2C%20Interven%C3%A7%C3%A3o%20penal%20e%20as%20Teorias%20de%20Winfried%20Hassemer%20e%20Juarez%20Tavares.pdf>. Acesso em 1 jun. 2025.

CANTO, Gisele Belo. *Considerações sobre mercado de capitais para concurso do BB*. 13 jul. 2021. Disponível em: <https://www.estrategiaconcursos.com.br/blog/mercado-capitais-concurso-banco-do-brasil/>. Acesso em: 8 jun. 2025.

CARVALHO, Fernanda Marinho Antunes de. Pix: um case de sucesso descrição do boletim Bis sobre a experiência brasileira. In: NEVES, Rubia Carneiro (Coord). *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*. Belo Horizonte: Expert, 2022. v. 1, p. 123- 142. Disponível em: <https://pos.direito.ufmg.br/downloads/Novas-fronteiras-do-sistema-financeiro-nacional.pdf>. Acesso em: 4 jul. 2025.

CAVALCANTE NETO, Aristides Andrade. Infraestruturas tecnológicas públicas como bens públicos do sistema financeiro brasileiro. In: NEVES, Rubia Carneiro. *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*. 2025. v. 4 [No prelo].

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução n. 175, de 23 de dezembro de 2022. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol175consolid.pdf>. Acesso em: 4 jul. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução n. 178, de 14 de fevereiro de 2023. Dispõe sobre a atividade de assessor de investimento e revoga a Resolução CVM n. 16, de 9 de fevereiro de 2021. *Diário Oficial da União*, Brasília, 15 fev. 2023. Disponível em: <https://www.ancord.org.br/wp-content/uploads/2023/06/resol178.pdf>. Acesso em: 4 jul. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução n. 19, de 25 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM n. 592, de 17 de novembro de 2017, a Instrução CVM n.619, de 6 de fevereiro de 2020 e a Deliberação CVM n. 783, de 17 de novembro de 2017. *Diário Oficial da União*, Brasília, 26 fev. 2021, retificada em 2 mar. 2021 e 1º abr. 2021a. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol019.html>. Acesso em: 4 jul. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução n. 20, de 25 de fevereiro de 2021. *Diário Oficial da União*, Brasília, 26 fev. 2021b. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cvm-n-20-de-25-de-fevereiro-de-2021-305383862>. Acesso em: 4 jul. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução n. 21, de 25 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM n. 426, de 28 de dezembro de 2005, a Instrução CVM n. 557, de 27 de janeiro de 2015, a Instrução CVM n. 558, de 26 de março de 2015, a Instrução CVM n. 597, de 26 de abril de 2018, a Deliberação CVM n. 51, de 25 de junho de 1987, a Deliberação CVM n. 740, de 11 de novembro de 2015 e a Deliberação CVM n. 764, de 4 de abril de 2017. *Diário Oficial da União*, Brasília, 26 fev. 2021, retificada em 4 mar. 2021 e 9 mar. 2021c. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol021.html>. Acesso em: 4 jul. 2025.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 1.092, de 20 de fevereiro de 1986. *Diário Oficial da União*, Brasília, 21 fev. 1986. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=RESOLU%C3%87%C3%83O&numero=1092>. Acesso em: 4 jul. 2025.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 4.222, de 23 de maio de 2013. Dispõe sobre as contribuições a serem pagas pelas instituições associadas, as condições para dispor da garantia especial, os tipos de instituições associadas e o estatuto e o regulamento do Fundo Garantidor de Créditos (FGC). *Diário Oficial da União*, Brasília, 24 maio 2013. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/48942/Res_4222_v17_L.pdf. Acesso em: 9 mar. 2025.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 4.721, de 30 de maio de 2019. Dispõe sobre a constituição, a autorização para funcionamento, o funcionamento, as reorganizações societárias e o

cancelamento da autorização para funcionamento das Sociedades de Crédito ao Microempreendedor e à Empresa de Pequeno Porte. *Diário Oficial da União*, Brasília, 3 jun. 2019. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/48942/Res_4222_v17_L.pdf. Acesso em: 8 jun. 2025.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 4.935, de 29 de julho de 2021. Dispõe sobre a contratação de correspondentes no País pelas instituições financeiras e pelas demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2 ago. 2021a. Disponível em: Acesso em: 4 jul. 2025.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 4.950, de 30 de setembro de 2021. Dispõe sobre os critérios contábeis aplicáveis às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil na elaboração dos documentos contábeis consolidados do conglomerado prudencial. *Diário Oficial da União*, Brasília, 4 out. 2021b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4950>. Acesso em: 4 jul. 2025.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 4.985, de 17 de fevereiro de 2022. Dispõe sobre a constituição e o funcionamento das companhias hipotecárias. *Diário Oficial da União*, Brasília, 21 fev. 2022a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4985>. Acesso em: 1º jul. 2025.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 5.008, de 24 março de 2022. Dispõe sobre a constituição, a organização e o funcionamento das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e das sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 28 mar. 2022b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/>

exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5008. Acesso em: 4 jul. 2025.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 5.051, de 25 de novembro de 2022. Dispõe sobre a organização e o funcionamento de cooperativas de crédito. *Diário Oficial da União*, Brasília, 28 nov. 2022c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5051>. Acesso em: 8 jun. 2025.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 5.105 de 28 de setembro de 2023. Estabelece diretrizes mínimas para a disciplina das condições de constituição e de funcionamento, para a autorização para constituição e funcionamento e para a supervisão das atividades das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, das sociedades corretoras de câmbio e das sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2 out. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5105>. Acesso em: 4 jul. 2025.

COZER, Cristiano. Perfis de atuação do Banco Central do Brasil no segmento de pagamentos de varejo. p. 35-59. In: COHEN, Gabriel Luiz Schwartzman (Coord.). *Direito dos meios de pagamento: natureza jurídica e reflexões sobre a Lei n. 12.865/2013*. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

DINIZ, Davi Monteiro; NEVES, Rubia Carneiro. Empresa Simples de Crédito (ESC) e políticas públicas de inclusão financeira: inconsistências aparentes entre os meios legais oferecidos e os objetivos anunciados. In: SEMINÁRIO INTERNACIONAL EM DIREITOS HUMANOS. 2. *Anais...*, v. 2, n. 1, Criciúma: UNESC, 2019. p. 1-19. Disponível em: <https://periodicos.unesc.net/ojs/index.php/AnaisDirH/article/view/5872/5287>. Acesso em: 27 maio 2025.

DINIZ, Davi Monteiro; NEVES, Rubia Carneiro; RAMOS, Yasmin Oliveira Melgaço. A moeda digital de banco central como instrumento para se manter a exclusividade da União na emissão e no controle da moeda oficial. p. 85-127 In: NEVES, Rubia Carneiro. (Coord.). *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*. Belo Horizonte: Expert, 2023, v. 1, p. 85-127. Disponível em: https://www.rubiacarneironeves.com/_files/ugd/4a4e11_47936a6f0c564b4d91d57bd043c7524d.pdf. Acesso em: 16 set. 2024.

DINIZ, Davi Monteiro; NEVES, Rubia Carneiro; SILVA, Leila Bitencourt Reis da. A atuação concorrente das instituições de pagamento com os bancos comerciais: uma opção regulatória associada a novas tecnologias e indícios de benefícios à população brasileira. Cap. 7. In: NEVES, Rubia Carneiro. (Coord.). *Novas Fronteiras do Sistema Financeiro Nacional*. Belo Horizonte: Expert, 2022, v. 1, Cap. 7, p. 239-259. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2023/02/Novas-fronteiras-do-sistema-financeiro-nacional.pdf> Acesso em: 16 set. 2024.

DREX: lançamento do Drex. BCB, 20 fev. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/meubc/faqs/p/lancamento-do-drex>. Acesso em: 12 ago. 2024.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. 2005. 96 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES. Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ESPOSITO Anthony; RENTERIA, Nelson. *El Salvador se torna o primeiro país a adotar Bitcoins como moeda oficial*. 7 set. 2021. Disponível em:

<https://www.cnnbrasil.com.br/business/el-salvador-se-torna-o-primeiro-pais-a-adotar-bitcoins-como-moeda-oficial/>. Acesso em: 31 mar. 2022.

EVOLUÇÃO DO dinheiro no Brasil: conheça todas as moedas oficiais do país, desde o Real Português até o Real da atualidade. IG Último segundo, 26 out. 2024. Disponível em: <https://ultimosegundo.ig.com.br/parceiros/flipar/2024-10-26/evolucao-do-dinheiro-no-brasil--conheca-todas-as-moedas-oficiais-do-pais--desde-o-real-portugues-ate-o-real-da-atualidade.html>. Acesso em: 24 jul. 2025.

FERREIRA, Samuel Portes Barcelar Gabrich Ferreira. *Cláusulas do contrato de distribuição de valores mobiliários que podem mitigar o risco de responsabilização das instituições intermediárias por atos dos assessores de investimentos*. 2023. 77 f. Orientadora: Rubia Carneiro Neves. Trabalho de Conclusão (Graduação em Direito) –Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Direito. Belo Horizonte, 2023. Disponível em: https://www.rubiacarneironeves.com/_files/ugd/4a4e11_4025228e23bf41aa99a61d54f6cec792.pdf. Acesso em: 9 jun. 2025.

FREIRE, Lucas Alves. Mercado financeiro e de pagamentos: balizamentos jurídicos das principais entidades que atuam nesses segmentos da economia. In: NEVES, Rubia Carneiro. (Coord.). *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*. Belo Horizonte: Expert, 2022. v. 1, p. 189-216. Disponível em: <https://pos.direito.ufmg.br/downloads/Novas-fronteiras-do-sistema-financeiro-nacional.pdf>. Acesso em: 16 set. 2024.

GROSSMANN, Luís Osvaldo. Drex: insatisfeito com privacidade, Banco Central muda foco e fase 3 será sobre garantia de crédito. *Convergência Digital 20 anos*, 10 jun. 2025. Disponível em: <https://convergenciadigital.com.br/governo/drex-insatisfeito-com-privacidade-banco-central-muda-foco-e-fase-3-sera-sobre-garantia-de-credito/>. Acesso em: 1º jul. 2025.

INFRAESTRUTURAS do mercado financeiro: atividades de IMFs. BCB. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/infraestruturamercado>. Acesso em: 30 jun. 2025.

INSTITUIÇÕES de pagamento: estabilidade financeira. BCB. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/instituicaopagamento>. Acesso em: 15 ago. 2024.

INTER. *Google Play*. 2024. Disponível em: https://play.google.com/store/apps/details?id=br.com.intermedium&hl=pt_BR. Acesso em: 24 jul. 2024.

ITAÚ. *Google Play*. 2024. Disponível em: https://play.google.com/store/apps/details?id=com.itau&hl=pt_BR. Acesso em: 24 jul. 2024.

JACHEMET, Bruna. *A regulação dos pagamentos eletrônicos: interoperabilidade e desafios jurídicos*. 2018. 149 f. Orientadora: Mônica Steffen Guise Rosina. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2018. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/items/8cbee798-d688-4f47-8e1c-36ba6875fa5c>. Acesso em 10 abr. 2025.

JORGE, Carlos Antonio Rodrigues. *Primeiro relatório semestral: estrutura inicial do Open Finance Brasil*. 15 ago. 2022. Disponível em: <https://openfinancebrasil.org.br/relatorio-semestral-agosto-2022/>. Acesso em: 11 jun. 2025.

KÁLEX, Gabriela. Figura 5. In: NEVES, Rubia Carneiro. *Roteiro da Aula 01 – Sistema Financeiro Nacional (SFN), Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) e a movimentação profissional de recursos financeiros no mercado brasileiro*. Faculdade de Direito da UFMG. 2024.

LIVEBC detalhou como funciona o *Open Finance* e como utilizar o ecossistema. BCB, 25 out. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/20378/noticia>. Acesso em 13 nov. 2024.

MACHAVA, Almeida Zacarias; RAFAEL, Ângelo Patrício. MAY, Yduan de Oliveira. (Coord.) *Law and development research network: estudos* v. 1. Santa Cruz do Sul: Essere nel Mondo, 2025. Disponível em: <https://www.esserenelmondo.com.br/pt/direito-law-and-development-research-network-ebook252.php>. Acesso em: 2 jul. 2025.

MAIA, Alexandre Forte. Processo regulatório do sistema financeiro nacional. In: NEVES, Rubia Carneiro. (Coord.). *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*. Belo Horizonte: Expert, 2022. v. 2. p. 22-50. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2025/05/NOVAS-FRONTIEIRAS-DO-SISTEMA-FINANCEIRO-NACIONAL-v-2.pdf>. Acesso em: 04 jul. 2025.

MARQUES, Vívian Costa. *Justificativas para a exigência de autorização estatal para a liberação do exercício de atividade econômica de analista de valores mobiliários, consultor de valores mobiliários, assessor de investimentos e administrador de carteira de valores mobiliários*. 2023. 143 f. Orientadora: Rubia Carneiro Neves. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Direito, Belo Horizonte, 2023.

MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. 15. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

MENDONÇA, Eliane Coelho. Banco Central do Brasil e fundos de investimentos. Exposição. In: NEVES, Rubia Carneiro Neves. *Novas Fronteiras do Sistema Financeiro Nacional* v. 5: financeirização, regulação e fundos de investimento. Disciplina lecionada no Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), mar./jun. 2025.

MOURA, Diana. O estímulo à efetividade do direito à proteção de dados pessoais como caminho para maior alcance dos objetivos do *Open Finance*. In: NEVES, Rubia Carneiro. *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*, 2025. v. 4. [No prelo].

NEVES, et al. Contas de depósito como objeto da regulação estatal brasileira. p. 17-47. In: COSTA, Daniel Rodrigues; NEVES, Rúbia Carneiro; SILVA, Leila Bitencourt Reis da. *Regulação das contas de depósito e inovações da Agenda BC#*. São Paulo: Instituto ProPague, 2021, p. 17-47. Disponível em https://www.rubiacarneironeves.com/_files/ugd/4a4e11_e8370ec1987048498afaf237dba6f176.pdf. Acesso em: 23 jul. 2025.

NEVES, Rubia Carneiro (Coord.). *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*. Belo Horizonte: Expert, 2022. v. 1. Disponível em: <https://pos.direito.ufmg.br/downloads/Novas-fronteiras-do-sistema-financeiro-nacional.pdf>. Acesso em: 04 jul. 2025.

NEVES, Rubia Carneiro Neves. *Novas Fronteiras do Sistema Financeiro Nacional* v. 5: financeirização, regulação e fundos de investimento. Disciplina lecionada no Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), mar./jun. 2025.

NEVES, Rubia Carneiro. A caracterização do banco a partir da evolução da legislação brasileira. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*, Belo Horizonte, n. 73, p. 701-735, jul./dez. 2018. Disponível em: <https://revista.direito.ufmg.br/index.php/revista/article/view/1963/1855>. Acesso em: 1º jul. 2025.

NEVES, Rubia Carneiro. FREIRE, Lucas Alves. Diagnóstico de parâmetros orientadores à atuação do Banco Central do Brasil como regulador e gestor do PIX. *Revista Estudos Institucionais*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 447-472, maio/ago. 2023. Disponível em: <https://www.estudosinstitucionais.com/REI/article/view/769/840>. Acesso em: 22 jun. 2025.

NEVES, Rubia Carneiro; CORRÊA, Caroline Alves Martins Pires. Drex e inclusão financeira: análise crítica dos potenciais da CBDC brasileira para a redução da desigualdade financeira. In: MACHAVA, Almeida Zacarias; RAFAEL, Ângelo Patrício. MAY, Yduan de Oliveira. (Coord.)

Law and development research network: estudos. Santa Cruz do Sul: Essere nel Mondo. v. 1. p. 89-101, 2025. Disponível em: <https://www.esserenelmondo.com.br/pt/direito-law-and-development-research-network-ebook252.php>. Acesso em: 2 jul. 2025.

NEVES, Rubia Carneiro; COSTA Daniel Rodrigues; LAMBERTUCCI, Felipe de Almeida; LIMA FILHO, José Marcelo de Castro. Pontuais alterações na estrutura do SPB para Implantar o SPI/Pix e seus benefícios para a população. *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central*, Brasília, v. 15, n. 1, p. 32-45, 18 out. 2021. Disponível em: <https://revistapgbcb.bcb.gov.br/revista/article/view/1102/3>. Acesso em: 1º jul. 2025.

NUBANK. *Google Play*. 2024. Disponível em: https://play.google.com/store/apps/details?id=com.nu.production&hl=pt_BR. Acesso em: 24 jul. 2024.

NUNES, Pedro. *Dicionário de tecnologia jurídica*. 12. ed. rev. ampl. atual. 2. tir. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1993.

O QUE é o Drex?. *BCB*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/drex>. *BCB*. Acesso em: 6 nov. 2024.

OPEN Finance. *BCB*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/openfinance>. Acesso em: 6 nov. 2024.

PARTICIPANTES: Open Finance. *BCB*. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/openfinance_participantes. Acesso em: 6 nov. 2024.

PINHO, Pedro Duarte. *Regulação das infraestruturas de mercado financeiro: estudo sobre a influência do soft-law internacional na construção do arcabouço brasileiro*. 2025. 95 f. Orientadora: Viviane Muller Prado. Dissertação (Mestrado em Direito) – Fundação Getúlio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, São Paulo, 2025.

PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2015.

PIX. BCB. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/pix>. Acesso em: 6 nov. 2024.

RELAÇÃO de instituições em funcionamento no País: tipos de instituições: conglomerados. BCB. 2025. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/relacao_instituicoes_funcionamento. Acesso em: 7 maio 2025.

RICIONI, Matheus Ricardo Bretas de Oliveira. *Notas sobre as estruturas de gerenciamento de riscos impostas pela regulação estatal brasileira aos conglomerados prudenciais liderados por banco e por instituição de pagamento*. 2024. 39 f. Orientadora: Rubia Carneiro Neves. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2024.

ROSA, Marcus Paulus de Oliveira. Ser ou não ser: um ensaio jurídico sobre o fenômeno dos bancos digitais. In: NEVES, Rubia Carneiro. (Coord.). *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*. Belo Horizonte: Expert, v. 1, p. 277-314, 2022. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2023/02/Novas-fronteiras-do-sistema-financeiro-nacional.pdf>. Acesso em: 16 set. 2024.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2014.

SILVA, Leila Bitencourt Reis da. *Instituições financeiras fintechs e os diferentes controles de entrada no mercado de crédito*. Belo Horizonte: Expert, 2023. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2023/09/Instituicoes-Financeiras-Fintechs-e-os-diferentes-controles-de-entrada-no-mercado-de-credito.pdf>. Acesso em: 12 set. 2024.

SISTEMA financeiro nacional (SFN). BCB. Disponível em: Acesso em: 23 jul. 2025.

SISTEMA de pagamentos instantâneo (SPI). BCB. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sistemapagamentosinstantaneos>. Acesso em: 6 nov. 2024.

STEINBERG, Daniel Fideles. *A moeda e a dívida: uma cartografia jurídica das moedas em circulação no Brasil*. 2019. Banco Central do Brasil, LIFT Papers, v. 6, n. 6, 2023. Disponível em https://srv548426.hstgr.cloud/uploads/Moeda_e_divida_uma_cartografia_juridica_das_moedas_em_circulacao_no_brasil_compressed_f3096a4e40.pdf. Acesso em: 12 mar. 2025.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Campus, 2007.

CAPÍTULO 2

AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL: FATOR RELEVANTE PARA O CONTROLE DA INFLAÇÃO DESDE QUE ASSOCIADA A ADEQUADOS MECANISMOS DE GOVERNANÇA E PRESTAÇÃO DE CONTAS

Tiago Medina Sobreira de Meneses

Bacharelando em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), com atuação na área de Direito Público e experiência prévia no Direito Bancário.

SUMÁRIO: 1 Introdução. 2 Breves notas sobre as funções do Banco Central do Brasil e a evolução de normas que regem seu desenho institucional. 3 Fundamentos econômicos da autonomia do Banco Central do Brasil. 4 Do orçamento à execução de funções: contrapontos de outros países à autonomia do Banco Central do Brasil. 5 desafios e perspectivas futuras da autonomia do Banco Central do Brasil. 6 Conclusão. Referências.

Resumo

Neste trabalho, relata-se o resultado de pesquisa realizada para avaliar se o controle da inflação tem relação com a autonomia do Banco Central do Brasil (BCB). Para tal fim, foram examinadas normas editadas desde a Lei n. 4.595/1964 até a Lei Complementar (LC) n. 179/2021 para reger o modelo institucional do BCB e a Proposta de Emenda à Constituição n. 65/2023. Foi necessário, também, compreender os fundamentos jurídicos e econômicos envolvidos com a atuação do BCB. Considerando os avanços normativos recentes, a atuação inovadora do BCB e os desafios institucionais por ele enfrentados como autoridade monetária, refletiu-se sobre sua autonomia técnica em contraposição à ausência de sua autonomia de orçamentária e as implicações para a condução política monetária e a promoção da estabilidade econômica. Tal reflexão foi permeada pela análise de dados: primeiro, sobre o

modelo de governança institucional, de autonomia para definição de metas de inflação e de escolha de instrumentos para seu controle, de mecanismos de transparência e de prestação de contas, e sobre o desempenho inflacionário do BCB em comparação com os do Banco da Inglaterra, do Federal Reserve, do Banco Central Europeu, do Reserve Bank of New Zealand e do Banco Central do Chile; depois, a respeito de dados extraídos do *Central Bank Independence – Extended* (CBIE), o índice que mede a relação entre independência de bancos centrais e a estabilidade de preços, com foco nos países do recorte anterior e em adição a Nigéria, Argentina, Índia, Turquia e o México. Ao final, a hipótese foi confirmada parcialmente, pois, apesar de os dados revelarem indícios consistentes de que a maior autonomia de bancos centrais provoca controle da estabilidade de preços, menor volatilidade cíclica e inflação mais baixa, a economia não é ciência estritamente exata. Apurou-se que decisões de política monetária interagem com processos históricos e sociais longos, com a hierarquia dos centros de capital, com as relações de dependência a choques externos e sociopolíticos que extrapolam o mero desenho jurídico da independência. Em conclusão, admitiu-se que a autonomia do Banco Central não deve ser absoluta, mas qualificada e legitimada pelo interesse público, sendo instrumento essencial de governança técnica e econômica. Por outro lado, reconheceu-se a necessidade de orçamento especificamente voltado para o desempenho da atuação inovadora do BCB.

Palavras-chave: Banco Central. Autonomia. Relação de causa e efeito. Controle. Inflação. Estabilidade de preços. Associada. Outros fatores. Econômicos. Políticos. Sociais. Governança. Orçamento. Prestação de contas. Transparência.

1 INTRODUÇÃO

A trajetória institucional do Banco Central do Brasil (BCB) confunde-se com a própria evolução do Sistema Financeiro Nacional

(SFN) e com a necessidade de coordenação eficaz das políticas monetária e cambial. Criado pela Lei n. 4.595/1964 (Brasil, 1964, o BCB concentrou competências até aquele momento dispersas entre o Banco do Brasil, o Tesouro Nacional e a extinta Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), assumindo posição central na definição das diretrizes monetárias. Desde sua origem, foi estruturado como autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, sob o modelo do Decreto-Lei n. 200/1967¹, o que lhe impôs a lógica hierárquica típica da administração indireta, ainda que temperada por peculiaridades decorrentes da relevância técnica de suas funções (BRASIL, 1967).

Em contexto em que se discute a respeito da autonomia institucional do BCB com base na Proposta de Emenda Constitucional (PEC) n. 65/2023 (Brasil, 2023), elaborou-se este capítulo em decorrência dos resultados obtidos com pesquisa realizada e relatada em Trabalho de Conclusão de Curso produzido sob a orientação do Prof. Leandro Novais e Silva, em que se verificou a hipótese de que a consolidação da autonomia institucional do BCB – tal como delineada pela Lei Complementar (LC) n. 179/2021 (Brasil, 2021) e aprofundada pela PEC n. 65/2023 – constitui condição possível para o desempenho eficiente e tecnicamente orientado de suas competências constitucionais e legais, especialmente diante da crescente complexidade do sistema financeiro e da necessidade de blindagem contra pressões político-eleitorais na condução da política monetária, e que isso possa influenciar também no controle da inflação.

Para elucidar tal questão, foi necessário demonstrar, sob a perspectiva jurídico-institucional e econômico-funcional, a importância dessa autonomia. Examinou-se, então, a evolução normativa da estrutura do Banco Central, da Lei n. 4.595/1964 à PEC n. 65/2023, identificando os fundamentos constitucionais e legais que justificam sua independência técnica; avaliaram-se as implicações

1 Decreto Lei n. 200/1967, art. 5º: “Para os fins desta lei, considera-se: I – Autarquia – o serviço autônomo, criado por lei, com personalidade jurídica, patrimônio e receita próprios, para executar atividades típicas da Administração Pública, que requeiram, para seu melhor funcionamento, gestão administrativa e financeira descentralizada (Brasil, 1967).

práticas da ausência de autonomia orçamentária e de gestão de pessoal para cumprimento das atribuições regulatórias e de supervisão; contrastou-se o modelo brasileiro com experiências internacionais de bancos centrais autônomos.

Tal reflexão foi permeada pela análise de dados: primeiro, sobre o modelo de governança institucional, de autonomia para definição de metas de inflação e de escolha de instrumentos para seu controle, de mecanismos de transparência e de prestação de contas e sobre o desempenho inflacionário do BCB em comparação com os do Banco da Inglaterra, do Federal Reserve, do Banco Central Europeu, do Reserve Bank of New Zealand e do Banco Central do Chile; depois, a respeito de dados extraídos do *Central Bank Independence – Extended* (CBIE), o índice que mede a relação entre independência de bancos centrais e a estabilidade de preços, com foco nos países do recorte anterior e, em adição, a Nigéria, Argentina, Índia, Turquia e o México.

A seguir, expõe-se a estrutura institucional adotada pelo BCB.

2 BREVES NOTAS SOBRE AS FUNÇÕES DO BANCO CENTRAL NO BRASIL E A EVOLUÇÃO DE NORMAS QUE REGEM SEU DESENHO INSTITUCIONAL

Desde que o BCB substituiu a antiga Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc)², consolidou-se como autoridade monetária responsável pela formulação e execução da política monetária nacional, bem como pela regulação e supervisão do sistema financeiro, sendo o principal executor das políticas cambial, monetária e de estabilidade do sistema financeiro, desempenhando funções típicas de um banco central moderno. Essa consolidação se reforçou ao longo das décadas passadas. Em 1986, com o fim da Conta Movimento, o Banco do Brasil passou não poder usar mecanismos que tornavam possível a emissão

2 Lei n. 4.595/1964, art. 1: “O sistema Financeiro Nacional, estruturado e regulado pela presente Lei, será constituído: [...] II – do Banco Central do Brasil; [...] (Brasil, 1964).

de moeda, sem prévia autorização do BCB, o que por óbvio diluía o papel da política monetária entre tais entidades públicas.

Em consonância com esse avanço, a Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (Brasil, 1988) reforçou a importância do BCB ao prever, em seu art. 164,³ sua competência exclusiva da emissão de moeda, a manutenção das reservas da União e a execução da política monetária, conforme diretrizes fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Em seu art. 192⁴, estabeleceu que o sistema financeiro deve ser estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país e atender aos interesses da coletividade. Isso significa que o BCB, mesmo sendo uma instituição técnica e independente, não pode atuar dissociado das finalidades sociais da ordem econômica constitucional. A política monetária, portanto, deve considerar não apenas as expectativas dos mercados, mas também os impactos sobre o emprego, a renda e a redução das desigualdades regionais e sociais. Por muitos anos, entretanto, sua posição institucional esteve vinculada ao Ministério da Fazenda, o que colocava em dúvida sua autonomia funcional e operacional.

Apesar de sua relevância funcional, o BCB permaneceu, por décadas, submetido a um arranjo de vinculação ministerial que limitava sua autonomia decisória e comprometia sua capacidade institucional de formular e executar políticas com horizonte em médio e longo prazo. Entre 2004 e 2021, a Lei n. 11.036/2004⁵ conferiu ao Presidente do Banco Central o status de Ministro de Estado, numa tentativa de fortalecer politicamente sua posição dentro do Executivo federal (Brasil, 2004). Contudo, essa solução criava uma situação híbrida e disfuncional, na qual o Presidente do BCB acumulava o

3 Constituição de 1988, art. 164: “A competência da União para emitir moeda será exercida exclusivamente pelo banco central” (Brasil, 1988).

4 Constituição de 1988, art. 192: “O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram” (Brasil, 1988).

5 Lei n. 11.036/2004, art. 2º: “O cargo de Natureza Especial de Presidente do Banco Central do Brasil fica transformado em cargo de Ministro de Estado” (Brasil, 1964).

prestígio simbólico de Ministro, mas sem a estrutura correspondente de autonomia decisória plena (ANBCB, 2023). Essa ambiguidade institucional gerava insegurança jurídica e operativa, além de perpetuar a dependência do Banco Central em relação à dinâmica política do governo federal.

Esse cenário começou a mudar com a LC n. 179/2021⁶, que conferiu ao Banco Central um novo regime jurídico, caracterizado pela autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira (Brasil, 2021), rompendo com a lógica tradicional de vinculação ministerial prevista no Decreto-Lei n. 200/1967 (Brasil, 1967). A nova legislação estabeleceu mandatos fixos e não coincidentes para seus dirigentes, vedou a subordinação hierárquica a ministérios e assegurou maior independência na condução de suas políticas, como demonstrará com mais atenção adiante (Brasil, 2021).

Essa norma inovadora afastou formalmente a autarquia da vinculação ministerial, autorizou o uso de sistemas informatizados próprios⁷, conferiu ao BCB status de instância governamental setorial na administração pública federal e ampliou sua capacidade de interlocução direta com outros entes do Poder Executivo, o que representa um avanço significativo em termos de autonomia funcional e administrativa (Brasil, 2021).

Mesmo com esses avanços, contudo, subsistem entraves relevantes à efetivação plena da autonomia institucional do Banco Central, especialmente no que tange à sua autonomia orçamentária,

6 Lei Complementar n. 179/2021, art. 6º: “O Banco Central do Brasil é autarquia de natureza especial caracterizada pela ausência de vinculação a Ministério, de tutela ou de subordinação hierárquica, pela autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira, pela investidura a termo de seus dirigentes e pela estabilidade durante seus mandatos, bem como pelas demais disposições constantes desta Lei Complementar ou de leis específicas destinadas à sua implementação” (Brasil, 2021).

7 Lei 171/2021, art. 6: [...] § 2º Quando necessário ao registro, ao acompanhamento e ao controle dos fatos ligados à sua gestão e à formalização, à execução e ao registro de seus atos e contratos de qualquer natureza, o Banco Central do Brasil poderá optar pela utilização de sistemas informatizados próprios, compatíveis com sua natureza especial, sem prejuízo da integração com os sistemas estruturantes da Administração Pública Federal (Brasil, 2021).

insuficiência de pessoal e de defasagens remuneratórias incompatíveis com a importância estratégica de sua atuação (ANBCB, 2023). Ainda que o BCB disponha de independência técnica para definir e implementar a política monetária, ele permanece dependente dos repasses do Orçamento Geral da União (OGU) para custear despesas correntes com pessoal, estrutura e investimentos em tecnologia e segurança da informação. Essa dependência orçamentária é contraditória com a lógica de autonomia institucional, sobretudo diante do fato de que o próprio Banco Central é responsável por gerar receitas milionárias para o Estado brasileiro.

A senhoriagem, que representa o lucro obtido com a emissão de moeda – ou seja, a diferença entre o valor nominal do dinheiro emitido e seu custo de produção –, tem sido um dos principais pontos de tensão na discussão sobre autonomia orçamentária. Por força de dispositivos legais e interpretações restritivas por parte dos Ministérios da Fazenda e do Planejamento, esses recursos são integralmente direcionados ao Tesouro Nacional e não podem ser utilizados diretamente pelo BCB para custear suas próprias despesas (ANBCB, 2023). Essa desvinculação de receitas impõe severas limitações à capacidade operacional da autarquia e compromete sua eficiência administrativa, especialmente em contextos de alta demanda por inovação tecnológica e reposição de quadros funcionais. Trata-se de uma distorção estrutural que compromete a racionalidade econômica da autonomia institucional.

Ressalte-se que, atualmente, o BCB atua em múltiplas frentes, que vão além da política monetária e da regulação bancária tradicional. Primeiramente, o BCB desempenha funções eminentemente públicas, sendo um prestador de serviço público de caráter estratégico, sem fins lucrativos, e atuando como agente normativo e regulador de específico setor da atividade econômica, nos termos do art. 174 da Constituição⁸. Ademais, é responsável, por exemplo, pela gestão do meio circulante,

⁸ Constituição de 1988, art. 174: “Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado” (Brasil, 1988).

pela execução da política cambial, pela autorização e supervisão de instituições financeiras e de pagamento, pelo saneamento do sistema financeiro, pela implementação de regimes de resolução e pela gestão de infraestruturas do mercado financeiro, como o sistema Pix e o projeto do Real Digital (Drex) (BCB, 2023), de modo que se torna imprescindível uma estrutura organizacional que possibilite respostas rápidas, autônomas e tecnicamente fundamentadas.

Além disso, o Brasil ocupa a décima posição entre as maiores economias do mundo, com um Produto Interno Bruto (PIB) estimado em US\$ 2,179 trilhões (Austin Rating, 2025) e, segundo dados da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), foi a sétima economia que mais cresceu em 2024 (OCDE, 2025). Tais parâmetros ilustram a relevância do País no cenário global e, com isso, a importância institucional do BCB como ente competente por assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda nacional e zelar pelo regular funcionamento do Sistema Financeiro Nacional (SFN).

Nesse contexto, ganha relevo a discussão sobre o modelo institucional do BCB que, apesar de ter passado por importantes mudanças legislativas, carece de autonomia orçamentária e de gestão de pessoal, um dos argumentos para a formulação da PEC n. 65/2023 (Brasil, 2023) que propõe a transformação do BCB em empresa pública de natureza especial, dotada de personalidade jurídica própria e regime jurídico compatível com suas atribuições técnicas e operacionais⁹.

A PEC propõe, dentre outras medidas, o rompimento definitivo com a dependência orçamentária da União, permitindo que o Banco Central administre receitas próprias – inclusive as oriundas da senhoriagem – para o financiamento de sua estrutura e atividades. Ademais, prevê autonomia plena na gestão de pessoal e instrumentos

⁹ Proposta de Emenda à Constituição n. 65/2023, art. 164, § 4º (alteração proposta): “O Banco Central é instituição de natureza especial com autonomia técnica, operacional, administrativa, orçamentária e financeira, organizada sob a forma de empresa pública e dotada de poder de polícia, incluindo poderes de regulação, supervisão e resolução, na forma da lei” (Brasil, 2023).

administrativos, alinhando o modelo brasileiro às melhores práticas internacionais de governança monetária (Brasil, 2023).

Quadro 1 – Breve evolução de normas que regem o desenho institucional do BCB.

Ano	Diploma	Essência da mudança	Efeitos
1964	Lei n. 4.595/1964	Cria o Banco Central do Brasil como autarquia federal, unificando emissão de moeda e supervisão	Institui o BCB, mas mantém subordinação ao Ministério da Fazenda
1986	Voto n. 45/1986	Fim da Conta Movimento, que possibilitava o Banco do Brasil a emitir moeda	Início de um processo de maior concentração da Política Monetária
1988	Constituição da República Federativa do Brasil/1988	Reconhecimento constitucional do monopólio de emissão de moeda	Consolidada o papel de controle da Política Monetária
1999	Decreto n. 3.088/1999	Formaliza o Regime de Metas de Inflação, elevando o Copom a centro das decisões monetárias	Autonomia de facto na escolha dos instrumentos de política monetária
2000	Lei Complementar n. 101/2000 ¹⁰	Vedação de utilização de recursos públicos para socorrer instituições do SFN	Blinda o BCB contra pressões para uso irrestrito de recursos públicos em salvamentos bancários, obrigando prévia lei específica.
2004	Lei n. 11.036/2004	Concede Status de Ministro de Estado ao Presidente do BCB	Reforço político-institucional, porém sem alterar a dependência orçamentária

¹⁰ Lei Complementar n. 101/2000, art. 28: “Salvo mediante lei específica, não poderão ser utilizados recursos públicos, inclusive de operações de crédito, para socorrer instituições do Sistema Financeiro Nacional, ainda que mediante a concessão de empréstimos de recuperação ou financiamentos para mudança de controle acionário” (Brasil, 2000)

2021	Lei Complementar n. 179/2021	Introduz mandatos fixos e não coincidentes, critérios estritos de destituição e autonomia técnica/operacional"	Marco legal da independência decisória; orçamento continua vinculado ao OGU
2023	PEC n. 65/2023 (em tramitação)	Propõe transformar o BCB em empresa pública de natureza especial, com gestão de receitas próprias	Complemento a autonomia, adicionando a vertente financeira/orçamentária

Fonte: elaborado pelo autor.

Esse processo acompanha tendência global de fortalecimento institucional das autoridades monetárias, especialmente a partir da década de 1990, quando países como Reino Unido, Estados Unidos e membros da União Europeia reformaram seus marcos legais para garantir maior independência aos bancos centrais (União Europeia, 1992). O caso do Banco da Inglaterra, cuja autonomia foi formalmente reconhecida em 1997, e o modelo do Banco Central Europeu são referências emblemáticas desse movimento. O Brasil, ao seguir nessa direção, alinha-se às melhores práticas internacionais e reforça sua credibilidade perante os mercados financeiros e organismos multilaterais.

Ressalte-se que a ampliação da autonomia institucional do Banco Central não significa sua desvinculação dos mecanismos de controle democrático. Tanto a LC n. 179/2021 (Brasil, 2021) quanto a PEC n. 65/2023 (Brasil, 2023) mantêm dispositivos robustos de *accountability*¹¹ e transparência. O BCB permanece subordinado às diretrizes do CMN, órgão responsável por estabelecer as metas de inflação, e deve prestar contas de suas atividades ao Congresso Nacional em sessões periódicas

11 Proposta de Emenda à Constituição n. 65/2023, art. 164, § 7º (alteração proposta): "A fiscalização contábil, orçamentária, financeira, operacional e patrimonial do Banco Central, quanto à legalidade, legitimidade, economicidade, aplicação das subvenções e renúncia de receitas será exercida pelo Congresso Nacional, mediante controle externo, com o auxílio do Tribunal de Contas da União, e pelo sistema de controle interno do Banco Central" (Brasil, 2023).

– Lei n. 4.595/1964 (Brasil, 1964). Esse equilíbrio entre independência operacional e controle republicano é fundamental para garantir legitimidade às ações da autoridade monetária e assegurar que sua atuação esteja alinhada aos objetivos macroeconômicos definidos pelo Estado.

A doutrina econômica contemporânea também reforça a importância desse modelo. Segundo Fischer (1995), a independência dos bancos centrais deve ser entendida como autonomia no uso dos instrumentos de política monetária, e não como soberania sobre os objetivos finais da política econômica. Em outras palavras, cabe ao Banco Central escolher os meios mais adequados para atingir metas previamente definidas pelas autoridades políticas, desde que respeitados os princípios de transparência, previsibilidade e responsabilidade pública. Esse entendimento encontra respaldo na experiência internacional – como se verá posteriormente – e contribui para consolidar a ideia de que a autonomia do Banco Central é não apenas desejável, mas indispensável ao funcionamento saudável de uma economia moderna (IMF, 1999; 2025).

Em síntese, a evolução normativa do BCB revela um movimento coerente e progressivo de fortalecimento institucional, que busca garantir ao País uma autoridade monetária tecnicamente qualificada, operacionalmente eficiente e institucionalmente protegida de interferências políticas conjunturais. A consolidação da autonomia do BCB – especialmente em seu aspecto orçamentário – é condição necessária para a plena realização de suas funções legais e para a preservação da estabilidade econômica, fator essencial à promoção do desenvolvimento sustentável e da confiança nos fundamentos do Estado Democrático de Direito.

3 FUNDAMENTOS ECONÔMICOS DA AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

A discussão sobre a autonomia do Banco Central transcende o campo jurídico-administrativo e alcança dimensões econômicas cruciais para o funcionamento estável e eficiente de uma economia moderna. A separação institucional entre a autoridade monetária e o poder político é um dos pilares do modelo de governança econômica adotado por diversos países nas últimas décadas, que tem como objetivo assegurar a credibilidade da política monetária, controlar a inflação, reduzir a volatilidade macroeconômica e garantir a confiança dos agentes econômicos, garantir a credibilidade da política monetária, controlar a inflação, reduzir a volatilidade macroeconômica e reforçar a confiança dos agentes econômicos (Walsh, 2005).

A literatura econômica contemporânea aponta que a independência dos bancos centrais está positivamente correlacionada aos melhores indicadores de estabilidade de preços. Com base em estudos empíricos pioneiros, como os de Alberto e Summers (1993), demonstrou-se que países com bancos centrais mais independentes tendem a apresentar níveis de inflação significativamente mais baixos, sem prejuízo ao crescimento econômico. Essa relação foi reforçada por pesquisas posteriores, como a de Walsh (2003), ao destacar que a credibilidade da política monetária depende da capacidade institucional da autoridade monetária de resistir a pressões políticas em curto prazo, especialmente em períodos eleitorais.

No caso do Brasil, a experiência da hiperinflação na década de 1980 e no início da década de 1990 ilustra de forma contundente os riscos da interferência política direta sobre as decisões do Banco Central. Durante esse período, sucessivos governos utilizaram mecanismos de expansão monetária e controle artificial de preços como instrumento de política econômica, o que resultou na perda de confiança na moeda nacional, desorganização das expectativas e deterioração dos fundamentos macroeconômicos. O advento do Plano Real, em 1994 (Plano [...], 1994) marcou um ponto de inflexão ao

introduzir a âncora nominal e estabelecer as bases para um regime de metas de inflação, posteriormente formalizado em 1999. Desde então, o papel do Banco Central na condução da política monetária ganhou maior relevância técnica, embora sua independência formal só tenha sido institucionalizada com a LC n. 179/2021 (Brasil, 2021).

Nesse contexto, é relevante distinguir as diferentes formas de autonomia possíveis para um banco central. Segundo Arnone, Laurens, Bernard e Segalotto (2006), é possível classificar a autonomia em quatro dimensões: autonomia de objetivos, operacional, institucional e financeira. A autonomia de objetivos refere-se à capacidade da instituição de definir suas metas; a operacional, à liberdade para escolher os instrumentos de política monetária; a institucional, à estabilidade dos mandatos e proteção contra interferência política; e a financeira, à capacidade de gerir seu orçamento e receitas próprias. O Brasil, após a LC n. 179/2021, avançou substancialmente nas esferas operacional e institucional, mas ainda apresenta restrições expressivas quanto à autonomia financeira, especialmente no tocante à vinculação orçamentária e à destinação das receitas advindas da senhoriagem (ANBCB, 2023).

A credibilidade da autoridade monetária é um ativo intangível, mas essencial para o bom funcionamento dos mercados. Como destaca Blinder (2006), a previsibilidade das ações do banco central e o alinhamento com metas transparentes de política monetária reduzem o chamado “prêmio de risco” nos ativos domésticos, favorecendo o investimento, o consumo e o equilíbrio externo. Além disso, a autonomia da autoridade monetária limita o uso político da política monetária, impedindo a manipulação da taxa de juros ou da expansão do crédito com objetivos eleitorais. Nesse sentido, a independência do BCB também exerce papel indireto, mas crucial, sobre a classificação de risco soberano do Brasil por agências como Moody's, Standard & Poor's e Fitch, que consideram a robustez institucional das autoridades monetárias como critério relevante para avaliação de risco-país (Moody's [...], 2019; S&P [...], 2022; Fitch [...], 2024).

Nesse sentido, Aragão (2007) enfatiza que a autonomia do Banco Central não pode ser dissociada de uma arquitetura institucional mais ampla de governança econômica. O autor argumenta que, para ser eficaz, a autonomia precisa estar ancorada em marcos legais sólidos, mecanismos de prestação de contas (em inglês, *accountability*)¹², mandatos claros e, principalmente, um consenso social e político sobre a importância da estabilidade monetária como bem público. Segundo o autor, a experiência brasileira aponta para uma trajetória de construção institucional gradual ainda incompleta, mas com avanços significativos desde a década de 1990, especialmente após o fortalecimento do regime de metas de inflação.

Do ponto de vista técnico, a autonomia do Banco Central permite o uso mais eficiente dos instrumentos de política monetária, como a definição da taxa básica de juros (Selic), a efetuação de operações de mercado aberto, a realização do recolhimento compulsório e a implementação de instrumentos macroprudenciais. A decisão de subir ou reduzir juros, por exemplo, deve ser pautada por critérios técnicos relacionados ao comportamento da inflação, da atividade econômica e das expectativas dos agentes de mercado – e não por conveniências políticas em curto prazo. Como observa Fischer (1995), a separação entre meios e fins é fundamental: o banco central autônomo deve ter

12 Importa esclarecer que o papel fiscalizador do Tribunal de Contas da União (TCU) sobre a atuação do BCB abrange, em princípio, a verificação contábil e orçamentária, como a análise de contratos, despesas e a conformidade de preços praticados, sempre respeitando os limites da legalidade e da economicidade. Todavia, estender esse controle ao mérito técnico de políticas finalísticas – por exemplo, à definição de metas de inflação ou a inovações tecnológicas – é controverso. Isso porque, primeiro, embora o quadro de auditores do TCU seja altamente qualificado, seu processo de seleção não exige formação específica em temas como metas de inflação, operações de mercado aberto, sistemas de pagamentos ou demais instrumentos técnicos próprios da atuação do Banco Central, conforme o Edital n. 001/2021-TCU (TCU, 2021); tal circunstância pode resultar em assimetrias de conhecimento e especialização em comparação com os servidores do BCB; segundo, submeter decisões discricionárias de política monetária à avaliação de mérito do TCU implicaria usurpar competência exclusiva do Banco Central e ferir sua autonomia operacional prevista em lei e suas atribuições constitucionais. Assim, a fiscalização do TCU deve se restringir aos aspectos formais de conformidade e legalidade, sem adotar condutas interventivas que equivaleriam a uma espécie de “segunda instância” do BCB.

liberdade para escolher os meios (instrumentos), mas seus fins (metas) devem ser definidos por órgãos democraticamente legitimados, como o CMN.

Outro elemento fundamental do debate econômico sobre a autonomia diz respeito à política cambial. Em países emergentes como o Brasil, a gestão do câmbio é particularmente sensível a mudanças no cenário externo e a flutuações de confiança. A autonomia do Banco Central permite respostas mais ágeis e técnicas às pressões sobre o câmbio, sem que decisões sejam contaminadas por interesses políticos conjunturais. Além disso, a credibilidade da autoridade monetária tem impacto direto sobre a taxa de câmbio de equilíbrio, afetando o comércio exterior, o investimento direto estrangeiro e a formação de preços internos.

Destaque-se que a autonomia do Banco Central também tem repercussões sobre as expectativas dos agentes econômicos e a formação dos preços de ativos. Segundo as expectativas racionais (Lucas Jr., 1972), os agentes ajustam seu comportamento com base em previsões sobre as ações futuras do governo. Nesse contexto, a previsibilidade e a independência do Banco Central contribuem para a ancoragem das expectativas inflacionárias, reduzindo o custo de desinflação e aumentando a eficácia da política monetária.

Do ponto de vista institucional, a autonomia econômica do Banco Central, especialmente sua capacidade de definir o orçamento, administrar suas receitas e determinar sua política de recursos humanos, reforça sua efetividade. Ademais, a crescente complexidade do sistema financeiro e o avanço da digitalização – com o surgimento de instrumentos como o Pix, o *Open Finance* e a proposta de uma moeda digital (Drex) – impõem desafios adicionais à autoridade monetária. Nesse cenário, a autonomia institucional e técnica do BCB torna-se ainda mais necessária para garantir a segurança, a inovação e a estabilidade do sistema financeiro. O Banco Central, como protagonista da modernização dos meios de pagamento, precisa dispor de flexibilidade e capacidade de resposta em tempo real, o que

reforça a urgência de autonomia não apenas formal, mas operacional e financeira.

Em conclusão, os fundamentos econômicos da autonomia do Banco Central repousam sobre quatro pilares interligados: estabilidade de preços, credibilidade institucional, governança técnica e inovação. A autonomia não é um fim em si mesma, mas um meio de garantir políticas monetárias eficazes, proteção contra ciclos políticos destrutivos e ambiente macroeconômico estável. O fortalecimento da autonomia do BCB é, assim, condição necessária para que o Brasil continue consolidando seu sistema financeiro, atraindo investimentos e promovendo desenvolvimento com responsabilidade monetária, institucional e tecnológica.

4 DO ORÇAMENTO À EXECUÇÃO DE FUNÇÕES: CONTRAPONTO DE OUTROS PAÍSES À AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Ao concluir que a autonomia orçamentária conferida pela LC n.179/2021 (Brasil, 2021) torna-se imprescindível avançar para a dimensão operacional, isto é, a capacidade de a autoridade monetária escolher livremente os instrumentos necessários ao cumprimento de metas definidas pelo poder político.

Neste tópico, apresenta-se o resultado de análise comparativa das práticas de governança adotadas por bancos centrais reconhecidos por sua independência – como o Banco da Inglaterra, o Federal Reserve, o Banco Central Europeu, o Reserve Bank of New Zealand e o Banco Central do Chile¹³ – a fim de extrair parâmetros objetivos de nomeação, mandato, escolha de instrumentos, prestação de contas e

13 Embora o painel se concentre em bancos centrais de economias avançadas – Reino Unido, Estados Unidos, Zona do Euro e Nova Zelândia –, decidiu-se incluir, também, o caso chileno. A escolha é discricionária, mas justifica-se por dois motivos: (i) o Chile foi o primeiro país latino-americano a conferir independência legal plena ao seu banco central – Lei Orgânica n. 18.840/1989 (Chile, 1989) –, num contexto amplamente reconhecido pela literatura como um verdadeiro “experimento” neoliberal, iniciado no começo da década de 1980; e (ii) a presença de um país sul-americano, ao lado da Nova Zelândia, amplia a diversidade geográfica da amostra e permite analisar os parâmetros de governança fora do eixo norte-atlântico.

vedação ao financiamento do Tesouro. Ao trazer evidências empíricas que correlacionam esses arranjos institucionais com a estabilidade de preços, buscamos fornecer subsídios concretos para aferir em que medida o modelo brasileiro converge (ou ainda diverge) das melhores práticas internacionais, reforçando a tese de que autonomia operacional robusta é condição necessária – ainda que não suficiente – para a eficácia do regime de metas de inflação.

Para conduzir tal comparação de forma coerente, foram adotados parâmetros organizados em quatro eixos: a) governança institucional; b) autonomia na definição de metas e na escolha dos instrumentos; c) mecanismos de transparência e prestação de contas; e d) resultados macroeconômicos, notadamente o desempenho inflacionário.

4.1 Governança institucional

No que se refere à governança institucional, apurou-se que a experiência internacional demonstra que a autonomia operacional dos bancos centrais repousa em três pilares que se reforçam mutuamente: mandatos longos e desencontrados do ciclo político, proteção contra destituição discricionária e financiamento autofundado. No Reino Unido, o governador do Bank of England é indicado pelo Chanceler do Tesouro, referendado pelo primeiro-ministro e nomeado pelo monarca para um mandato único de oito anos, apenas podendo ser removido por incapacidade ou falta grave, conforme o *Bank of England Act* (UK, 1998; UK, 2012)¹⁴. Nos Estados Unidos, os sete membros

14 Bank of England Act 1998 (com as alterações introduzidas pelo Financial Services Act 2012, *Schedule 1*, § 1(1): *Appointment as Governor of the Bank shall be for a period of 8 years*; *Schedule 1*, § 8(1)(c): *The Bank may, with the consent of the Chancellor of the Exchequer, remove a person from office as Governor, Deputy Governor or non-executive director of the Bank if it is satisfied [...] that he is unable or unfit to discharge his functions as a member* (UK, 1998; UK, 2012) Anexo 1, § 1(1). “A nomeação para o cargo de Governador do Banco terá duração de 8 anos”; Anexo 1, § 8(1)(c): “O Banco poderá, com o consentimento do Chanceler do Tesouro, destituir de seus cargos de Governador, Vice-Governador ou diretor não executivo qualquer pessoa, caso esteja convencido [...] de que ela é incapaz ou inapta para exercer suas funções como membro” (tradução nossa).

do Board of Governors do Federal Reserve cumprem mandatos não renováveis de quatorze anos, e o *chair*, escolhido entre eles, exerce quatro anos nesse período; a destituição pelo Presidente da República só é admissível por justa causa (USA, 1913)¹⁵. No Banco Central Europeu, o presidente e os demais diretores são designados pelo Conselho Europeu, após consulta ao Parlamento, para mandato único de oito anos, e somente o Tribunal de Justiça da União Europeia pode afastá-los por incapacidade ou falta grave (EU, 2024; 2022)¹⁶. A Nova Zelândia adota mandato de cinco anos para o governador, renovável uma vez, com remoção condicionada a procedimento que respeite os princípios de justiça natural previstos no *Reserve Bank Act* (NZL, 2021). No Chile, cinco conselheiros são nomeados pelo presidente

15 Federal Reserve Act of 1913, § 10 (codified at 12 U.S.C. § 242): [...] *each member shall hold office for a term of fourteen years from the expiration of the term of his predecessor, unless sooner removed for cause by the President. Of the persons thus appointed, one shall be designated by the President, by and with the advice and consent of the Senate, to serve as Chairman of the Board for a term of 4 years [...]* (USA, 1913) “Cada membro exercerá o cargo por um mandato de quatorze anos a partir do término do mandato de seu antecessor, salvo se for anteriormente destituído por justa causa pelo Presidente. Dentre as pessoas assim nomeadas, uma será designada pelo Presidente, com o aconselhamento e consentimento do Senado, para exercer a função de Presidente do Conselho por um mandato de quatro anos” (tradução nossa).

16 Protocol (n. 4) on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank (consolidated versions, OJ C 2024 and OJ C 2022), art. 11.2: *The President, the Vice-President and the other members of the Executive Board shall be appointed from among persons of recognised standing and professional experience in monetary or banking matters by the European Council, acting by a qualified majority, on a recommendation from the Council and after it has consulted the European Parliament and the Governing Council of the ECB. Their term of office shall be eight years and shall not be renewable.; art. 11.4: A member of the Executive Board may be compulsorily retired only if the Court of Justice, at the request of the Governing Council or the Executive Board, finds that he no longer fulfils the conditions required for the performance of his duties or that he has been guilty of serious misconduct* (UE, 2024/2022). Art. 11.2 O Presidente, o Vice-Presidente e os demais membros da Comissão Executiva serão nomeados entre pessoas de reconhecida reputação e experiência profissional em assuntos monetários ou bancários pelo Conselho Europeu, deliberando por maioria qualificada, sob recomendação do Conselho e após consulta ao Parlamento Europeu e ao Conselho do Banco Central Europeu. O mandato será de oito anos e não poderá ser renovado.”; art. 11.4: “Um membro da Comissão Executiva só poderá ser exonerado compulsoriamente se o Tribunal de Justiça, a pedido do Conselho do BCE ou da própria Comissão Executiva, considerar que ele não satisfaz mais as condições exigidas para o exercício de suas funções ou que cometeu falta grave” (tradução nossa).

da República e aprovados pelo Senado para mandatos escalonados de dez anos, e sua eventual destituição requer decisão do Tribunal Constitucional em caso de falta grave ou incapacidade, segundo a Lei Orgânica n. 18.840 (Chile, 1989)¹⁷.

A blindagem financeira desses bancos centrais completa o arcabouço de independência. O Bank of England cobre integralmente suas despesas com receitas operacionais, essencialmente *seigniorage* e serviços prestados ao sistema financeiro, remetendo apenas o excedente ao Tesouro britânico (BoE, 2024)¹⁸. O Federal Reserve não recebe dotações do Congresso, suas despesas derivam dos juros dos títulos que compõem seu balanço e dos serviços de compensação, com eventuais lucros transferidos ao Tesouro estadunidense (FRB, 2023)

No Eurosistema¹⁹, o capital é subscrito pelos bancos centrais nacionais, que também absorvem parte dos resultados; só depois de constituídas reservas é que o lucro remanescente é distribuído (ECB, 2025). Na Nova Zelândia, o Reserve Bank of New Zealand firma, a cada cinco anos, um acordo de financiamento com o Ministério da Fazenda, que fixa ex ante o teto de despesa, garantindo previsibilidade sem

17 Ley Organica Constitucional del Banco Central de Chile de 1989, art 7° e 8°: *El Consejo estará constituido por cinco consejeros, designados por el Presidente de la República, mediante decreto supremo expedido a través del Ministerio de Hacienda, previo acuerdo del Senado; Los miembros del Consejo durarán diez años en sus cargos, pudiendo ser designados para nuevos períodos, y se renovarán por parcialidades, a razón de uno cada dos años* (Chile, 1989), arts. 7° e 8°: O Conselho será composto por cinco conselheiros, designados pelo Presidente da República, por meio de decreto supremo expedido pelo Ministério da Fazenda, com aprovação prévia do Senado; Os membros do Conselho terão mandato de dez anos, podendo ser reconduzidos para novos períodos, e serão renovados de forma parcial, à razão de um a cada dois anos' (tradução nossa).

18 Bank of England, Governance and Funding – How we're funded: *Although we are a public body, we do not get a budget from the UK Treasury. Instead, we generate the funds we need for our work [...] We generate more income than we spend, so each year we contribute millions of pounds to the UK Treasury*" (BoE, 2024). "Embora sejamos um órgão público, não recebemos orçamento do Tesouro do Reino Unido. Em vez disso, geramos os recursos de que precisamos para realizar nosso trabalho [...]. Geramos mais receita do que gastamos, de modo que, todos os anos, contribuímos com milhões de libras para o Tesouro do Reino Unido" (tradução nossa).

19 Conjunto formado pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais dos países da zona do euro.

subordinação orçamentária anual (NZL, 2025)²⁰. A lei chilena, por sua vez, veda qualquer financiamento direto ou indireto ao governo e autoriza o banco a reter lucros para reforço patrimonial antes de eventual repasse (Chile, 1989)²¹.

Em decorrência dessa comparação com a experiência dos países analisados, portanto, nota-se que a LC 179/2021 (Brasil, 2021) aproximou o BCB desses padrões ao introduzir mandatos de quatro anos não coincidentes com o mandato presidencial e ao condicionar a exoneração a falta grave ou condenação judicial. O orçamento do BCB, entretanto, permanece vinculado ao resultado operacional anual e sujeito a eventuais contingenciamentos, fragilidade inexistente nos modelos analisados. Assim, a convergência brasileira com as melhores práticas internacionais depende de consolidar a autonomia financeira – eliminando a barganha orçamentária – e de preservar os dispositivos recém-instituídos de blindagem contra interferência política, pois somente a combinação de mandato protegido, destituição condicionada e financiamento próprio se mostrou capaz de garantir, nos demais países, liberdade efetiva de calibrar instrumentos e,

20 Reserve Bank of New Zealand Act 2021, s 84(1)-(2): *The Governor must be appointed under section 82 for a term of 5 years and may be reappointed under that section for 1 further term of up to 5 years.*; s 93(1): *The Minister may advise the removal of the Governor with as little formality and technicality, and as much expedition, as is permitted by – (a) the principles of natural justice; and (b) a proper consideration of the matter.* (NZL, 2021) “Seção 84(1) e (2): ‘O Governador deve ser nomeado nos termos da seção 82 por um mandato de 5 anos, podendo ser reconduzido nos termos da mesma seção para um único mandato adicional de até 5 anos.’; seção 93(1): ‘O Ministro pode recomendar a destituição do Governador com o mínimo de formalidade e tecnicismo, e com a maior celeridade possível, desde que respeitados: (a) os princípios da justiça natural; e (b) uma consideração adequada da questão’” (tradução nossa).

21 Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, Ley n.18.840, art. 27: “Ningún gasto público o préstamo podrá financiarse con créditos directos o indirectos del Banco”; art. 77: “Los excedentes que se produzcan en cada ejercicio serán destinados [...] a la constitución de reservas [...] El saldo que resultare [...] será enterado al Fisco.” (Chile, 1989).” Art. 27: ‘Nenhuma despesa pública ou empréstimo poderá ser financiado com créditos diretos ou indiretos do Banco.’; art. 77: ‘Os excedentes gerados em cada exercício serão destinados [...] à constituição de reservas [...] O saldo remanescente [...] será entregue ao Fisco’” (tradução nossa).

segundo a evidência empírica, de promover taxas de inflação mais baixas e menos voláteis.

A prática dominante entre bancos centrais autônomos é atribuir ao governo a fixação da meta de inflação e deixar à autoridade monetária a livre escolha dos instrumentos para alcançá-la. No Reino Unido, o *Chancellor of the Exchequer* envia anualmente ao Bank of England uma carta confirmando a meta de 2%²² para o Índice de Preços ao Consumidor (em inglês, CPI) e o Monetary Policy Committee (MPC) decide, com total discricionariedade, se ajusta a Bank Rate, realiza operações de recompra ou altera o balanço.

Nos Estados Unidos, o Congresso estabelece por lei um mandato duplo de estabilidade de preços e pleno emprego. Nesse arcabouço, o Federal Open Market Committee (FOMC) fixa, reunião a reunião, a taxa dos Fed Funds e, quando julga necessário, lança programas de compra de ativos.

O Tratado de Funcionamento da União Europeia (UE, 1957) determina a estabilidade de preços como objetivo primário, objetivo hoje interpretado pelo Conselho do Banco Central Europeu como correspondente à inflação “próxima, mas abaixo, de 2% no médio prazo”. Para isso, o Conselho calibra a taxa de refinanciamento ou programas quantitativos sem depender do Executivo.

Já na Nova Zelândia, a meta – entre 1 % e 3 %, com ênfase no ponto médio de 2 % – é definida num *Remit* assinado pelo Ministro da Fazenda e pelo Governador, ao passo que o Monetary Policy Committee local ajusta o *Official Cash Rate* ou intervém no câmbio conforme julgar necessário.

O Chile adota arranjo em que o próprio conselho autônomo do Banco Central fixa o alvo de 3% e admite uma zona de tolerância de 1% para cima ou para baixo, ou seja, busca manter a inflação anual entre 2% e 4 %. O principal instrumento é a *Tasa de Política Monetaria* (TPM), e há proibição constitucional de financiamento ao Tesouro.

22 Cumpre esclarecer que a definição percentual da meta de inflação não é algo fixo, de modo que pode variar. As metas aqui apresentadas, contudo, são as mais recentes.

No Brasil, após a LC n. 179/2021 (Brasil, 2021), o CMN define a meta – atualmente 3%, com banda de 1,5 p.p. – enquanto o Comitê de Política Monetária (Copom) decide, sem tutela governamental, sobre a Selic, o nível de compulsórios ou ajustes no balanço. Essa separação entre meta externa e instrumento interno é elemento central da credibilidade dos regimes de metas de inflação e da autonomia operacional das autoridades monetárias.

Finda a análise sobre a separação entre quem fixa a meta e quem escolhe os instrumentos, verificou-se de que modo cada Banco Central presta contas de suas decisões, elemento decisivo para legitimar a autonomia operacional, haja vista que tal autonomia somente se consolida quando acompanhada de mecanismos de prestação de contas capazes de submeter decisões técnicas ao escrutínio democrático.

No Reino Unido, o *Chancellor of the Exchequer* divulga a carta-remit (carta de remessa) que confirma a meta de 2% e obriga o governador do Bank of England, se a inflação se afastar mais de 1%, a enviar carta aberta explicando causas e plano de correção. Nesse arranjo, o banco emite, trimestralmente, o *Monetary Policy Report*, e o governador comparece ao Treasury Select Committee (UK, 2024; BoE, 2025).

Nos Estados Unidos, o Federal Reserve apresenta semestralmente o relatório *Monetary Policy Report* ao Congresso, ocasião em que o Presidente da instituição depõe perante as comissões de Banking no Senado e de Financial Services na Câmara. As atas de cada uma dessas reuniões são divulgadas três semanas após a decisão (FRB, 2025).

O Banco Central Europeu entrega relatório anual ao Parlamento Europeu, participa de audiências trimestrais e publica as atas das reuniões no mesmo intervalo de três semanas (ECB, 2025).

Na Nova Zelândia o governador apresenta trimestralmente o *Monetary Policy Statement*, concede coletiva de imprensa e presta contas ao Finance and Expenditure Committee logo após a publicação, com expedição das minutas decisórias em data preestabelecida (RBNZ, 2025).

No Chile, o Conselho do Banco Central expõe o *Informe de Política Monetaria* ao Senado quatro vezes por ano e divulga a minuta de cada Reunião de Política Monetária onze dias úteis depois da decisão (BCCh, 2025).

No Brasil, a ata do Copom torna-se pública uma semana depois da reunião, o Relatório de Inflação sai a cada trimestre e, se a inflação permanecer fora da banda por seis meses, o presidente remete carta ao Ministro da Fazenda. Além disso, há, ainda, prestação de contas anual na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado (BCB, 2025). Esses mecanismos combinam calendários fixos de divulgação com obrigações formais de depoimento perante o Legislativo, servindo de parâmetro para aferir a robustez do modelo brasileiro.

Essa malha de transparência é reforçada por avaliações externas independentes. O National Audit Office britânico examinou, em 2023, o impacto financeiro do programa de compras de ativos do Bank of England, apontando riscos fiscais residuais (BoE, 2023). Também o Government Accountability Office estadunidense publicou, em 2024, um referencial para avaliar os programas emergenciais de crédito do Federal Reserve (USA, 2024). Ademais, European Court of Auditors revisou, em 2022, as medidas de crise adotadas pelo BCE (menciona-se que se tratava de um contexto pandêmico), destacando lacunas de comunicação (UE, 2022). Paralelamente, muitas autoridades monetárias conduzem revisões internas *ex post*. O Bank of England divulga anualmente o *Forecast Evaluation Report*, comparando projeções com resultados e ajustando modelos (BoE, 2023). O BCE tornou transparente, em sua revisão estratégica de 2021, o processo de avaliação da meta simétrica de 2 % (ECB, 2021).

Por fim, a comunicação estratégica completa o ciclo: entrevistas pós-decisão, discursos de dirigentes e, nos Estados Unidos, as projeções gráficas individuais para a taxa básica, ancoram as expectativas de mercado. Episódios de crise confirmam o papel desses instrumentos: a carta aberta do Bank of England²³ em 2022, a sabatina extraordinária

23 A “carta aberta” do Bank of England é um instrumento legal que obriga o governador a comunicar-se formalmente com o Chanceler do Tesouro sempre que

de Jerome Powell sobre o *Quantitative Easing*²⁴ pandêmico e a audiência do presidente do BCE sobre o *Transmission Protection Instrument*²⁵ ilustram como o *accountability* se intensifica justamente quando a autonomia é mais contestada.

Para o Brasil, esses exemplos indicam caminhos adicionais: relatórios anuais que meçam a exatidão das projeções do Copom e que optem pelo uso sistemático de métricas de legibilidade das comunicações. Tais iniciativas fortaleceriam a legitimidade democrática sem reduzir a autonomia operacional conferida pela LC n. 179/2021 (Brasil, 2021), aproximando o modelo nacional das melhores práticas internacionais.

Adicione-se que a relação entre independência operacional do Banco Central e estabilidade de preços deixou de ser mera hipótese normativa e passou a ser mensurável com dados de painel que cobrem virtualmente países do globo. Ao longo da década de 1990, a evidência já sugeria correlação entre autonomia e inflação média.

Estudos recentes, com bases mais amplas e métricas refinadas, confirmam e aprofundam inferência desse vínculo, dando lastro empírico aos parâmetros institucionais comparados nas seções anteriores – por exemplo, o índice *Central Bank Independence – Extended* (CBIE)²⁶, atualizado por Romelli (2024) para 155 países, em se que

a inflação se desviar mais de um ponto percentual da meta estabelecida. Nessa correspondência pública, o banco central expõe as causas do desvio e as medidas previstas para restabelecer a meta, fortalecendo a transparência e a prestação de contas.

24 O *Quantitative Easing* é uma política monetária não convencional em que o banco central cria moeda eletronicamente para comprar ativos financeiros, sobretudo títulos públicos, com o objetivo de aumentar a liquidez, reduzir os juros de longo prazo e estimular a economia quando a taxa básica está próxima de zero.

25 O *Transmission Protection Instrument*, criado pelo Banco Central Europeu em 2022, é um mecanismo direcionado para evitar a fragmentação na transmissão da política monetária na zona do euro, permitindo compras seletivas de títulos de países cujos custos de financiamento subam de forma desproporcional e sem fundamentos macroeconômicos.

26 Para tal classificação, atribui-se valor de 0 (nenhuma independência) a 1 (independência plena) a partir da codificação da lei orgânica da autoridade monetária em seis dimensões: (1) definição dos objetivos de política; (2) nomeação do presidente e diretores; (3) critérios de destituição; (4) grau de autonomia na

atribui notas de 0 (nenhuma independência) a 1 (independência total) em seis dimensões.

Em regressão de painel com efeitos fixos e controles para abertura comercial, disciplina fiscal e regime cambial, permite-se dizer que um incremento de 0,10 ponto no CBIE reduz a inflação média anual em 0,9 ponto percentual, de forma que o coeficiente de correlação simples é -0,44, estatisticamente significativo ao nível de 1 % (Romelli, 2024). O efeito é mais intenso entre economias emergentes – grupo no qual o Brasil se insere – sugerindo que a credibilidade adicional fornecida pela autonomia tem maior retorno em países com histórico de inflação elevada.

Focando a América Latina, trabalhos como o de Jácome e Pienknagura (2022) mostram que avanços no índice de independência se associam a queda sustentada da inflação e a menor frequência de surtos inflacionários. Embora o efeito de magnitude específica varie entre estudos, a evidência reforça a relação negativa entre autonomia e níveis de preços.

Em outro ângulo de análise, pode-se observar a dispersão dos resultados inflacionários, não apenas o seu nível médio. Athanasopoulos, Masciandaro e Romelli (2025), usando a mesma base alargada, mostram que o aumento do CBIE reduz de forma significativa o coeficiente AR-1 da inflação – sinal de menor persistência – e produz quedas duradouras nos níveis de preços, sobretudo em economias emergentes – variáveis destacadas no tópico comparativo –, explicam a maior parte do ganho de estabilização dos preços.

Nesse contexto, registre que o padrão também se confirma entre os membros “avançados” do painel. No intervalo entre 2015 e 2024, a área do euro apresentou inflação média de 2,1 %, enquanto a Nova Zelândia registrou 2,3 %, ambos resultados compatíveis com as metas formais de cada jurisdição (2 % para o BCE; faixa de 1-3 % para o

formulação dos instrumentos; (5) restrições a empréstimos ou financiamento direto ao Tesouro; e (6) autonomia financeira (capacidade de aprovar próprio orçamento e reter lucros). A pontuação final é a média ponderada desses itens, permitindo comparações internacionais e análises de painel sobre a correlação entre autonomia e desempenho inflacionário.

RBNZ). Não por acaso, os respectivos bancos centrais exibem escores elevados no CBIE – 0,83 para o Eurosistema e 0,86 para o Reserve Bank of New Zealand –, combinando independência operacional com robustos mecanismos de prestação de contas (Eurostat, 2025; Stats New Zealand, 2025). No caso específico do Chile, frequentemente citado como *benchmark* para o Brasil, o índice CBIE é 0,87 e a inflação média nos últimos dez anos foi 4,6 %, com desvio-padrão de 3,0 p.p. Já a Índia, cujo índice é 0,63, registrou média de 4,9 % e desvio-padrão de 1,2 p.p. no mesmo período (Romelli, 2024; IMF, 2025). A mesma simetria aparece em pares regionais como México (CBIE 0,82; inflação 4,7 %) e Argentina (0,29; inflação 46%).

Veja-se, pois, a comparação com países cujo banco central ainda não goza de independência plena, Nigéria e Argentina – contrapostos aos casos já analisados. O quadro a seguir expõe, lado a lado, o índice CBIE e a inflação de 2024, tornando mais clara a correlação entre autonomia formal e estabilidade de preços:

Quadro 2 – CBIE: Relação entre independência de bancos centrais e taxa de inflação.

País / Área monetária	Inflação 2024 (% a.a.) ²⁷	CBIE 2024
Nigéria	33.7 %	0,32
Argentina	211 %	0,29
Turquia	44.38 %	0,35
Índia	5.8%	0,63
Brasil	4.83 %	0,75
Chile	4.4 %	0,87
México	4.0%	0,82
Reino Unido	2.5 %	0,93

27 Todas as taxas de inflação (2024) que constaram na tabela foram extraídas de uma única fonte o World Economic Outlook Database do Fundo Monetário Internacional (edição de abril de 2025), indicador *Inflation rate, average consumer prices (%)* (IMF, 2025).

País / Área monetária	Inflação 2024 (% a.a.) ²⁷	CBIE 2024
Área do Euro	2,4 %	0,83
Nova Zelândia	2,2 %	0,86

Fonte: Elaborado pelo autor.

É claro que inúmeros fatores interferem nos índices de inflação, sobretudo instabilidades políticas, volatilidade dos termos de troca e padrões de inserção externa que limitam a autonomia das políticas domésticas. Ainda assim, os números servem como referencial de que há fortes indícios de que a independência do Banco Central favorece o controle inflacionário, ao menos quando acompanhada de arcabouço fiscal crível e de mecanismos adequados de prestação de contas.

5 DESAFIOS E PERSPECTIVAS FUTURAS DA AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Apesar dos avanços institucionais consagrados pela LC n. 179/2021 (Brasil, 2021), como salienta Fischer (1995), a independência dos bancos centrais exige não apenas liberdade para escolher instrumentos, mas também a capacidade de dispor dos recursos que viabilizem sua execução. No caso brasileiro, essa condição permanece ausente: de acordo com o Parecer da ANBCB elaborado em apoio à PEC n. 65/2023 (Brasil, 2023), o BCB continua dependente do Orçamento Geral da União para custear despesas correntes, pessoal e investimentos estratégicos (ANBCB, 2023).

O paradoxo torna-se evidente quando se observa que, em virtude do monopólio de emissão, o Banco Central gera receitas expressivas de senhoriagem – R\$ 8,67 bilhões em 2022, integralmente remetidos ao Tesouro (BCB, 2023). A impossibilidade de reinvestir parte desse montante em tecnologia, instalações ou qualificação de servidores contrasta com o modelo vigente em outras jurisdições. O Bank of England Act 1998 autoriza o BoE a cobrir integralmente suas despesas com receitas próprias antes de transferir excedentes à Fazenda

britânica; no Sistema Europeu de Bancos Centrais, lucros só são distribuídos após reforço de reservas (BIS, 2023). O Federal Reserve financia-se com o resultado do próprio balanço, sem depender de dotações orçamentárias (FRB, 2024). Já o Bundesbank tem, desde 1957, um mandato explícito de “salvaguardar a moeda”, acompanhado de plena autonomia para gerir seus recursos (Deutsche [...], 1957).

A experiência dos países analisados demonstra que, quando o marco legal fixa princípios claros – estabilidade de preços, vedação de financiamento direto ao governo, prestação de contas rigorosa –, a técnica pode operar nesses parâmetros por longos períodos, consolidando credibilidade e reduzindo vulnerabilidade política (Blinder, 2006). À luz desses paradigmas, o arranjo brasileiro revela um descompasso financeiro: existe independência decisória, mas não há controle sobre o orçamento e, por isso, medidas legais como a PEC/65 são interessantes para melhor aperfeiçoar a atuação do BCB (Brasil, 2023).

A proposta, contudo, também enseja críticas e desafios. Alguns setores do meio acadêmico e político questionam se a transformação do BCB em empresa pública de natureza especial poderia representar um esvaziamento do controle democrático sobre a autoridade monetária. Argumenta-se que uma autonomia excessiva poderia afastar o BCB da esfera de *accountability* republicano, tornando-o uma “caixa-preta” tecnocrática, pouco sensível às necessidades sociais e distante das diretrizes macroeconômicas definidas pelo governo eleito²⁸. Tais preocupações, embora legítimas, encontram resposta

28 O temor de que um banco central excessivamente autônomo se torne uma “caixa-preta tecnocrática” não se limita à perda de controle democrático: envolve também o perigo de captura pelo mercado. Blinder (2006, p. 63-68) adverte que, apesar da utilidade do diálogo técnico com o setor financeiro, a autoridade monetária deve blindar-se contra pressões que favoreçam interesses conjunturais de grandes conglomerados. A preocupação converge com a teoria da captura regulatória de Stigler (1971), segundo a qual agências independentes podem ser dominadas por grupos organizados mediante nomeações de dirigentes oriundos do próprio setor (porta giratória) ou influência informacional e midiática. Nesse sentido, a tecnocracia opaca não somente reduz a *accountability* democrática, mas também amplia a vulnerabilidade a interesses privados.

tanto no conteúdo da PEC quanto na própria estrutura normativa já vigente.

De fato, a autonomia institucional do BCB não elimina, mas reorganiza o controle democrático. A prestação de contas periódica ao Congresso Nacional, os relatórios trimestrais de inflação, a divulgação de atas das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), as audiências públicas com o presidente do BCB e o acompanhamento das metas inflacionárias pelo CMN são exemplos de instrumentos eficazes de controle e transparência. Além disso, a nomeação dos diretores do BCB continua condicionada à aprovação pelo Senado Federal, o que reforça o vínculo da autoridade monetária com o sistema político representativo – LC n. 179/2021 (Brasil, 2021). O desafio, portanto, não é evitar a autonomia, mas, sim, construir mecanismos equilibrados de independência técnica com responsabilidade democrática.

Outro aspecto que merece atenção é o papel do BCB na promoção de inovações tecnológicas no sistema financeiro. A instituição tem assumido posição de protagonismo na implementação de sistemas como o PIX, na regulação do *Open Finance*, no desenvolvimento do Drex (moeda digital brasileira) e na adaptação do marco regulatório ao avanço das *fintechs* e das criptomoedas. Essas novas atribuições exigem respostas rápidas, investimentos contínuos e flexibilidade institucional, o que reforça a importância de uma estrutura autônoma e adaptável às transformações do mercado. Nesse sentido, o fortalecimento da autonomia do BCB não é apenas uma exigência legal ou contábil, mas uma condição estratégica para que a autoridade monetária continue atuando com eficiência e liderança em um ambiente cada vez mais digitalizado e interconectado (BIS, 2021). Ignorar essa dinâmica seria comprometer não apenas a inovação, mas a segurança e a resiliência do sistema financeiro nacional.

As perspectivas futuras para a autonomia do Banco Central, portanto, envolvem a consolidação de um modelo de governança que una independência operacional, autonomia financeira e *accountability* democrática. O debate em torno da PEC n. 65/2023 (Brasil, 2023) sinaliza um amadurecimento institucional do País,

refletindo a percepção de que a estabilidade macroeconômica, a confiança dos investidores e a capacidade de resposta às crises não podem estar sujeitas à instabilidade político-partidária de curto prazo. Como enfatiza Blinder (2006), a autonomia do Banco Central deve ser entendida como um instrumento de proteção da política monetária contra interferências imediatistas, sem que isso signifique ruptura com os valores do controle social e da transparência pública.

Por fim, destaque-se que o aprofundamento da autonomia do BCB pode servir de inspiração para outras instituições estratégicas do Estado brasileiro, contribuindo para o fortalecimento da governança pública e para a consolidação de uma cultura institucional orientada por resultados, planejamento e rigor técnico. A experiência internacional mostra que países com bancos centrais autônomos, mas submetidos a rígidos mecanismos de prestação de contas, apresentam maior resiliência econômica, menor volatilidade inflacionária e melhor desempenho nos indicadores de governança. A legitimidade democrática do BCB, portanto, não se esgota na escolha de seus dirigentes, mas se amplia pela eficácia técnica, previsibilidade e transparência de suas ações diante da sociedade.

O desafio, assim, não é simplesmente “mais” ou “menos” autonomia, mas, sim, qual o modelo de autonomia institucional é mais adequado para garantir a eficácia da política monetária, a estabilidade do sistema financeiro e o desenvolvimento sustentável do País. O futuro da autonomia do BCB dependerá, em última instância, da capacidade de equilibrar independência decisória com responsabilidade pública, assegurando que a autoridade monetária permaneça a serviço da sociedade e dos objetivos maiores da ordem econômica estabelecida pela Constituição Federal de 1988.

6 CONCLUSÃO

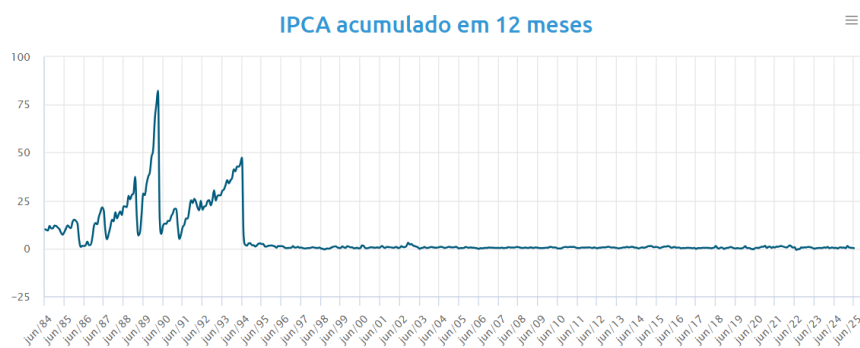
Conclui-se, ao fim do percurso teórico-empírico do estudo realizado, que a hipótese foi confirmada apenas parcialmente. Os dados

revelam indícios consistentes de associação entre maior autonomia dos bancos centrais e resultados positivos em estabilidade de preços, menor volatilidade cíclica e inflação mais baixa. A economia, contudo, não é ciência estritamente exata: decisões de política monetária interagem com processos históricos de séculos de duração, com a hierarquia dos centros de capital, com relações de dependência e com choques externos e sociopolíticos que extrapolam o mero desenho jurídico da independência.

Parte da melhoria observada em vários países pode dever-se a reformas fiscais simultâneas, à credibilidade construída ao longo de décadas ou a condições internacionais benignas, e não à autonomia por si só. Além disso, os índices utilizados para medir independência retratam apenas a arquitetura formal, sem blindar completamente as autoridades monetárias contra as pressões políticas ou a captura regulatória e os riscos que ressurgem em momentos de crise ou de transição governamental.

O gráfico a seguir – em que o Banco Central do Brasil acompanha a inflação na economia brasileira desde dez anos antes da instituição do Plano Real (1994) – mostra que a queda inicial é sucedida por um período de inflação de um dígito a partir de 1999, quando se adotou o regime de metas.

Gráfico1 – Inflação no Brasil de 1984 a 2025.



Fonte: Plano [...], 2025.

Mesmo sem autonomia formal naquela época, o Banco Central já dispunha de margem operacional para ancorar expectativas, contribuindo para a estabilização do nível inflacionário e para a manutenção de preços estáveis no longo prazo.

Em síntese, associando esses dados com a experiência dos países analisados, conclui-se que a autonomia do Banco Central é um componente economicamente desejável, mas deve integrar-se com um arcabouço institucional mais amplo, sustentado por disciplina fiscal, transparência e mecanismos efetivos de prestação de contas.

O BCB, no entanto, como se viu, tem atuado além de funções de autoridade monetária, o que exige dotação orçamentária especificamente voltada para o desenvolvimento das inovações com positivos efeitos que vem promovendo no País, sendo salutar a discussão que envolve a PEC n. 65/2023.

REFERÊNCIAS

ALESINA, Alberto; SUMMERS, Lawrence H. Central Bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 25, n. 2, p. 151-162, 1993. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2077833>. Acesso em: 22 jul. 2025.

ARAGÃO, Francisco Paulo Brandão. *A independência e a autonomia dos bancos centrais*. 2007. 152 f. Orientador: Prof. LD. Álvaro Melo Filho. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade Federal do Ceará, CE. Faculdade de Direito, 2007. Disponível em: https://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/12507/1/2007_dis_fpbaragao.pdf Acesso em: 17 jun. 2025.

ARNONE, Marco; LAURENS, Bernard; SEGALOTTO, Jean-François. *Measures of Central Bank autonomy: empirical evidence for OECD, developing, and emerging market economies*. IMF Working Paper, n. 06/228. Washington, DC: FMI2006. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Measures-of-Central-Bank-Autonomy-Empirical-Evidence-for-OECD-Developing-and-Emerging-Market-19833>. Acesso em: 27 jun. 2005

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO CENTRAL (ANBCB). *Parecer técnico sobre a PEC n. 65/2023*. Brasília, 2023. Disponível em: <https://anbcb.org.br/area-restrita/parecer-pec-65-externo/>. Acesso em 10 jun. 2025.

ATHANASOPOULOS, A.; MASCIANDARO, D.; ROMELLI, D. *Long run inflation: persistence and Central Bank independence*. Baffi-Carefin Research Paper n. 237, jan. 2025. Disponível em: <https://repec.unibocconi.it/baffic/baf/papers/cbafwp25237.pdf>. Acesso em: 1 jul. 2025.

AUSTIN RATING. *Ranking das maiores economias do mundo*. São Paulo, 2025. Disponível em: <https://austinrating.com.br/>. Acesso em: 6 jul. 2025.

BANCO CENTRAL DE CHILE (BCCh). *Informe de política monetaria*. Santiago, 2025. Disponível em: <https://www.bcentral.cl/contenido/-/details/informe-de-politica-monetaria-marzo-2025>. Acesso em: 15 jun. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Relatório integrado do Banco Central*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2023. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/rig/rig_2023.pdf. Acesso em: 6 jul. 2025.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *Central bank digital currencies: system design and governance*. BIS Papers 116. Basel, 2021. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap116.pdf>. Acesso em: 18 jun. 2025.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *Central-bank finance and independence*. *BIS Annual Report*, cap. 3. Basel, 2023. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e3.htm>. Acesso em: 26 jun. 2025.

BANK OF ENGLAND (BoE). *Annual report and accounts 2023-24*. Londres, 2024. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/annual-report/2024> Acesso em: 29 jun. 2025

BANK OF ENGLAND (BoE). *Monetary policy report. maio 2025*. Londres, 2025. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2025/may/monetary-policy-report-may-2025.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2025.

BANK OF ENGLAND (BoE). *The Bank of England asset purchase facility: update 2023*. Londres, 6 fev. 2024. Disponível em: <https://www.nao.org>.

uk/reports/the-bank-of-england-asset-purchase-facility-update-2023/. Acesso em: 15 jul. 2025.

BLINDER, Alan S. *Bancos centrais: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

BRASIL [Constituição (1988)]. Constituição da República Federativa do Brasil. Texto constitucional de 5 de outubro de 1988 com as alterações adotadas por emendas constitucionais de revisão. *Diário Oficial da União*, Brasília, 5 out. 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 20 jul. 2025.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Voto n. 45/86, de 30 jan. 1986. Relacionamento institucional entre o Tesouro Nacional, o Banco Central do Brasil e o Banco do Brasil S.A. – extinção da contabilidade e demais providências. In: *Ata da 460ª Sessão do Conselho Monetário Nacional*, Brasília, DF, 30 jan. 1986. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/cmn/AtasCmn/Ata_0460_CMN.pdf. Acesso em: 13 jun. 2025.

BRASIL. Decreto n. 3.088, de 21 jun. 1999. Estabelece a sistemática de “metas para a inflação” como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF 23 jun. 1999. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3088.htm. Acesso em: 5 jul. 2025.

BRASIL. Decreto-Lei n. 200, de 25 fev. 1967. Dispõe sobre a organização da Administração Federal. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 27 fev. 1967. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0200.htm. Acesso em: 5 jul. 2025

BRASIL. Lei Complementar n. 101, de 4 maio 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 5 maio

2000. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm. Acesso em: 1 jul. 2025

BRASIL. Lei Complementar n. 179, de 24 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a autonomia do Banco Central do Brasil. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, ano 158, n. 37, p. 1, 25 fev. 2021. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm Acesso em: 1 jul. 2025

BRASIL. Lei n. 11.036, de 30 de dezembro de 2004. Altera dispositivos da legislação do Banco Central. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 31 dez. 2004. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/L11036.htm Acesso em: 5 jul. 2025.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 31 dez. 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm Acesso em: 29 jun. 2025.

BRASIL. Proposta de Emenda à Constituição n. 65, de 2023. Altera a natureza jurídica do Banco Central do Brasil. Senado Federal, Brasília, DF, 2023. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/161269> Acesso em: 29 jun. 2025.

CHILE. Ministerio de Hacienda. Ley Organica Constitucional del Banco Central de Chile n. 18.840, de 4 de outubro de 1989. *Diario Oficial*, 10 de out. 1989. Disponível em: https://www.bcentral.cl/documents/33528/133463/LOC_bcch.pdf/d6c54763-4007-7883-c1fa-c8fb40c0226a?t=1696507602670. Acesso em: 22 jun 2025.

DEUTSCHE BUNDESBANK. *Gesetz über die Deutsche Bundesbank (BBankG)*. Frankfurt am Main, 26 jul. 1957. Disponível em <https://www.gesetze-im-internet.de/bbankg/BJNR007450957.html>. Acesso em: 22 jun. 2025.

EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB). *Annual report 2024*. Frankfurt am Main, 2025. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/index.en.html>. Acesso em: 16 jun. 2025.

EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB). *Capital Subscription*. Frankfurt am Main, 2025. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html>. Acesso em: 16 jun. 2025.

EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB). *ECB strategy review 2021*. Frankfurt am Main, 2021. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/strategy-review/html/strategy-review-2021.en.html>. Acesso em: 3 jul. 2025.

EUROPEAN UNION (UE). Consolidated version of the treaty on the functioning of the European Union (TFEU). *Official Journal of the European Union*, 7 jun. 2022 / 30 abr. 2024. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/eli/treaty/tfeu_2016/2024-09-01/eng. Acesso em: 18 jul. 2025.

EUROPEAN UNION (UE). European Court of Auditors. *Special report 13/2022: freemovement in the EU during the COVID-19 pandemic: limited scrutiny of internal border controls and uncoordinated actions by Member States*. Luxembourg, 2022. Disponível em: https://www.eca.europa.eu/en/publications/SR22_13. Acesso em: 30 jun. 2025.

EUROPEAN UNION (UE). Protocol n. 4: on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank (consolidated versions, OJ C 2024 and OJ C 2022). *Official Journal of the European Union*, 2022-2024.

EUROSTAT, 2025. *Inflation rate and monetary policy indicators*. Disponível em: <https://ec.europa.eu/eurostat>. Acesso em: 11 jun. 2025.

FEDERAL RESERVE BOARD (FRB). *Annual report 2023*. Washington, DC, 2024. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/2023-annual-report.pdf>. Acesso em: 22 jun. 2025.

FEDERAL RESERVE BOARD (FRB). *Monetary policy report*. Jun. 2025. Washington, DC, 2025. Disponível em: https://www.federalreserve.gov/monetarpolicy/files/20250620_mprfullreport.pdf. Acesso em: 22 jun. 2025.

FISCHER, Stanley. Central Bank independence revisited. *The American Economic Review*, v. 85, n. 2, p. 201-206, 1995.

FITCH RATINGS. *Sovereign rating criteria*. Londres, 2024. Disponível em: <https://www.fitchratings.com/criteria/sovereigns#criteria-essentials>. Acesso em: 29 jun. 2025.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). *Code of good practices on transparency in monetary and financial policies*. Washington, DC, 1999. Disponível em: <https://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/eng/code2e.pdf>. Acesso em: 22 jun. 2025.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). *World economic outlook database*. April 2025 Edition. Indicador “Inflation rate, average consumer prices (%)”. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2025. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2025/april>. Acesso em: 1º jul. 2025.

JÁCOME, Luis I.; PIENKNAGURA, Samuel. *Central Bank Independence and inflation in Latin America: through the lens of history*. IMF Working Paper, WP/22/186. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2022. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/09/16/Central-Bank-Independence-and-Inflation-in-Latin-America-Through-the-Lens-of-History-523542>. Acesso em: 1º jul. 2025.

LUCAS JR., Robert Emerson. Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, v. 4, n. 2, p. 103-124, 1972. Disponível em: <https://www.almendron.com/tribuna/wp-content/uploads/2019/01/expectations-and-the-neutrality-of-money-2.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2025.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Sovereign rating methodology*. New York, 2019. Disponível em: <https://ratings.moody's.com/api/rmc-documents/395819>. Acesso em: 2 jul. 2025.

NEW ZEALAND (NZL). *Reserve Bank of New Zealand Act 2021*. Wellington: Parliamentary Counsel Office, 2021. Disponível em: <https://www.rbnz.govt.nz/about-us/legislation/reserve-bank-of-new-zealand-act-2021>. Acesso em: 15 jun. 2025.

NEW ZEALAND (NZL). New Zealand Treasury. *Funding agreement between the Minister of Finance and the Reserve Bank of New Zealand, 2025-2030*. Wellington, 2025. Disponível em: <https://www.rbnz.govt.nz/-/media/project/sites/rbnz/files/publications/funding-agreements/fyfa-summary-budget-april-2025.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2025.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). Indicadores econômicos: PIB dos países-membros. Paris: *OECD Publishing*, 2024. Disponível em: <https://www.oecd.org/en/data/indicators/nominal-gross-domestic-product-gdp.html>. Acesso em: 12 jul. 2025

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). *OECD economic outlook 2025/1*. Paris: *OECD Publishing*, 2025. Disponível em: https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-volume-2025-issue-1_83363382-en.html. Acesso em: 12 jul. 2025.

PLANO REAL. BCB. 1994. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/planoreal>. Acesso em: 21 jun. 2025.

RESERVE BANK OF NEW ZEALAND (RBNZ). *Monetary policy statement*. Wellington, 2025. Disponível em: <https://www.rbnz.govt.nz/hub/publications/monetary-policy-statement/2025/feb-1902-dhs/monetary-policy-statement-february-2025>. Acesso em: 29 jun. 2025

ROMELLI, D. *Trends in central bank independence: a de-jure perspective*. Baffi-Carefin Centre Research Paper n. 217, 2024. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4716704. Acesso em: 15 jun. 2025.

S&P GLOBAL RATINGS. *Sovereign risk methodology*. Londres, 2020. Disponível em: https://www.spglobal.com/_assets/documents/marketplace/ihm-markit-sovereign-risk-methodology.pdf. Acesso em: 4 jul. 2025.

STATS NEW ZEALAND. 2025. *Consumer price index and monetary policy data*. Disponível em: <https://www.stats.govt.nz>. Acesso em: 11 jun. 2025.

STIGLER, George J. The theory of economic regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*, v. 2, n. 1, p. 3-21, 1971.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO (TCU). Edital n. 001, de 28 de outubro de 2021. Concurso público para provimento de vagas e formação de cadastro de reserva para o cargo de auditor federal de controle externo – área de controle externo. *Diário Oficial da União*, Brasília, 29 out. 2021. Disponível em: https://conhecimento.fgv.br/sites/default/files/concursos/28.10.2021_edital_001-2021_abertura_concurso_tcu.pdf. Acesso em: 29 jul. 2025.

UNIÃO EUROPEIA (UE). *Tratado de Funcionamento da União Europeia* (TFUE). *Jornal Oficial da União Europeia*. Roma, 25 mar. 1957. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9e8d52e1-2c70-11e6-b497-01aa75ed71a1.0019.01/DOC_3&format=PDF. Acesso em: 12 jun. 2025.

UNIÃO EUROPEIA, 1992. Tratado da União Europeia (Tratado de Maastricht). Maastricht, 7 fev. 1992. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A11992M%2FTXT>. Acesso em: 11 jun. 2025.

UNITED KINGDOM (UK). *Bank of England Act 1998*. Londres: Her Majesty's Stationery Office, 1998. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1998/11/contents>. Acesso em: 21 jun. 2025.

UNITED KINGDOM (UK). *Financial Services Act 2012*. Londres: The Stationery Office, 2012. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21/contents>. Acesso em: 21 jun. 2025.

UNITED KINGDOM (UK). *HM Treasury monetary policy remit*: Mansion House. 15 nov. 2024. Disponível em: <https://www.gov.uk/government/publications/monetary-policy-remit-mansion-house-2024>. Acesso em: 18 jun. 2025.

UNITED STATES OF AMERICA (USA). *Federal Reserve Act* (Public Law 63-43, 23 Dec. 1913). Washington, DC: Government Printing Office, 1913. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm>. Acesso em: 21 jun. 2025.

UNITED STATES OF AMERICA (USA). Government Accountability Office (US). *Federal Reserve emergency lending*: nearly half of main street program loans are fully repaid, but losses have increased. Washington, DC, 2024. Disponível em: <https://www.gao.gov/products/gao-25-107246>. Acesso em: 1º jul. 2025.

WALSH, Carl E. Accountability, transparency, and inflation-targeting. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 35, n. 5, p. 829-849, 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.1353/mcb.2003.0041>. Acesso em: 19 jun. 2025.

WALSH, Carl E. *Monetary theory and policy*. 2. ed. Cambridge (MA): MIT Press, 2005. Disponível em: <https://mitpress.mit.edu/9780262231992/monetary-theory-and-policy/>. Acesso em: 19 jun. 2025.

CAPÍTULO 3

O BANCO CENTRAL DO BRASIL NÃO ESTÁ SÓ: ESTABILIDADE E DOMINÂNCIA MONETÁRIA NO DIREITO BRASILEIRO ATUAL

Jefferson Alvares

Mestre em Direito por Harvard e bacharel em Direito pela USP. Procurador do Banco Central do Brasil. Ex-advogado do FMI e ex-membro do secretariado do Conselho de Estabilidade Financeira/FSB.

SUMÁRIO: 1 Introdução. 2 A relação entre política fiscal, política monetária e inflação. 2.1 A demanda e a oferta de dinheiro determinam a taxa de juros. 2.2 A taxa de juros influencia a produção. 2.3 A política fiscal influencia a produção, mas não a taxa de juros. 2.4 A política monetária influencia a taxa de juros e a produção. 2.5 A produção influencia a inflação. 2.6 Há diversas combinações possíveis de políticas fiscal e monetária. 2.6.1 O banco central pode atuar sozinho. 2.6.2 O banco central e o governo podem tomar ações coordenadas. 2.6.3. O banco central e o governo podem tomar ações conflitantes. 2.7 Causas da dominância fiscal. 2.7.1 A dominância fiscal pode resultar do regime institucional. 2.7.2 A dominância fiscal pode resultar de diferentes objetivos de curto prazo. 3 Evolução histórica das instituições monetárias brasileiras. 3.1 Do regime de dominância fiscal à separação das instituições fiscais e monetárias. 3.2. Da separação institucional à construção do regime de dominância monetária. 4 A atual disciplina jurídica das políticas fiscal e monetária. 5 Conclusão. Referências.

Resumo

Neste capítulo, analisa-se a evolução institucional da relação entre política fiscal e política monetária no Brasil, com foco na

transição de um regime de dominância fiscal para um regime de dominância monetária. Com base na teoria de Sargent e Wallace (1981), examina-se como a política monetária brasileira, historicamente subordinada às necessidades fiscais do Estado, adquiriu gradualmente autonomia por meio de reformas institucionais iniciadas na década de 1980 e consolidadas por meio da Constituição de 1988, do Plano Real, da Lei de Responsabilidade Fiscal e, mais recentemente, da Lei Complementar n. 179/2021, que consagra a estabilidade de preços como objetivo primordial do Banco Central do Brasil (BCB). Sustenta-se que, no ordenamento jurídico atual, tanto a política monetária quanto a fiscal devem convergir para o objetivo constitucional de bem-estar social, do qual a estabilidade monetária é corolário. Argumenta-se, ainda, que a dominância monetária é uma escolha deliberada do legislador e da sociedade brasileira, cuja efetividade vincula toda a Administração Pública, sob a vigilância do Tribunal de Contas da União e do Poder Judiciário. No trabalho combina-se análise teórica, histórico-institucional e jurídico-normativa, concluindo que o BCB não está só na missão de preservar o poder de compra da moeda.

Palavras-chave: Dominância monetária. Dominância fiscal. Política monetária. Política fiscal. Banco Central do Brasil. Estabilidade de preços.

1 INTRODUÇÃO

A relação entre a política fiscal e a política monetária transcorre segundo dois possíveis regimes: a dominância monetária ou a dominância fiscal (Sargent; Wallace, 1981).

A política monetária domina a política fiscal quando o banco central controla a base monetária de maneira independente, sendo ele, pois, quem determina quanto de senhoriagem aportará como receita para a autoridade fiscal¹. O orçamento fiscal deve ser consistente

¹ A senhoriagem é a receita que o banco central aufera pela prerrogativa de emitir moeda, sobre a qual não paga mas recebe juros.

com a política monetária anunciada, prevendo a cobertura do déficit remanescente após o computo da senhoriagem pela venda de títulos. Nesse arranjo, o banco central possui o controle permanente da taxa de inflação.

No cenário oposto, em que a política fiscal domina a política monetária, a autoridade fiscal elabora o orçamento de forma autônoma, fixando a receita de senhoriagem que o banco central deverá suprir para cobrir o déficit. A política monetária deve ser consistente com essa política fiscal e, conseqüentemente, o banco central perde o controle da base monetária e da taxa de inflação.

Numa conjuntura de grande endividamento público e aversão a risco, a política monetária pode ser até mesmo contraproducente. O aumento da taxa de juros eleva o risco de inadimplimento da dívida pública, causando a depreciação do câmbio e o aumento da inflação. Nesse cenário, a política fiscal torna-se o instrumento adequado para atingir a estabilidade de preços (Blanchard, 2004).

A história monetária brasileira desde a criação do Banco Central do Brasil (BCB) é marcada pela transição de um regime jurídico orientado para a dominância fiscal para um regime direcionado para a dominância monetária. De 1964 até a década de 1980, a política monetária constituiu um apêndice da política fiscal. Cumpria ao BCB custear via senhoriagem os déficits do orçamento da União e do orçamento monetário, no qual figuravam as operações do Banco do Brasil (BB) e os programas de fomento do próprio BCB.

Na década de 1980, o Conselho Monetário Nacional (CMN) iniciou a separação das políticas fiscal e monetária, proibindo o BCB de custear o BB e retirando-lhe as funções de fomento. O processo prosseguiu com o advento da Constituição de 1988 (Brasil, 1988), o Plano Real, o regime de metas de inflação, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) (Brasil, 2000) e, mais recentemente, a outorga de autonomia funcional e financeira ao BCB pela Lei n. 13.820/2019 (Brasil, 2019) e pela LC n. 179/2021 (Brasil, 2021).

Consolidados os impedimentos institucionais ao custeio do Tesouro via emissão monetária, tiveram início períodos de dominância

fiscal decorrentes da inconsistência de objetivos imediatos entre o BCB e o governo. Estudos apontam, sem consenso, que esse cenário pode ter-se verificado em 2002 e 2003, 2010, 2013 a 2016 e de 2019 em diante (Blanchard, 2004; Flora; Santolin, 2023; Moreira; Mendonça; Sachsida, 2021; Scaramuzzi; Muinhos, 2024). Não por coincidência, o BCB descumpriu a meta de inflação nos períodos de 2001 a 2003, 2015, 2017, 2021, 2022 e 2024 (BCB, 2025).

No presente capítulo sustenta-se que o ordenamento jurídico atual visa a um regime de dominância monetária, estipulando objetivos de longo e médio prazos que vinculam tanto a política monetária quanto a política fiscal. No longo prazo, as políticas do BCB e do governo devem ter em vista o bem-estar social, conceito que sintetiza as aspirações programáticas da Constituição de 1988. No médio prazo², devem atuar para a concretização da estabilidade de preços, que passou à condição de bem jurídico constitucional e legalmente tutelado com o advento da LC n. 179/2021. Esse objetivo é expressamente vinculante para o BCB e implicitamente para o restante da administração pública.

Logo, a política fiscal não pode inviabilizar ou criar embaraço desproporcional para o sucesso da política monetária. Cabe ao Tribunal de Contas da União (TCU) e, em último caso, ao Poder Judiciário tutelar a sua efetividade, por provocação do BCB ou da sociedade, titulares do interesse público (respectivamente, secundário e primário) na concretização da estabilidade monetária.

O capítulo está organizado da seguinte forma. Na seção 2, expõe-se a teoria econômica da relação entre as políticas monetária e fiscal na persecução da estabilidade de preços. Na seção 3, relata-se a evolução da relação entre as instituições fiscais e monetárias brasileiras. Na seção 4, examina-se a posição das políticas fiscal e monetária no ordenamento jurídico brasileiro atual. Por fim, segue-se a conclusão.

2 Em macroeconomia, a inflação é um fenômeno que ocorre em médio prazo, de forma que seu controle se verifica neste horizonte temporal. Em curto prazo, os preços e a capacidade produtiva são fixos; apenas a demanda se altera. Em médio prazo, os preços se ajustam, enquanto a capacidade produtiva segue constante. Em longo prazo, a capacidade produtiva também se altera.

2 A RELAÇÃO ENTRE POLÍTICA FISCAL, POLÍTICA MONETÁRIA E INFLAÇÃO

A estabilidade da moeda em economias modernas resulta da interação entre os instrumentos de política monetária e fiscal. Embora tradicionalmente associada à atuação dos bancos centrais, a estabilidade de preços depende, em última instância, da coerência entre o manejo da taxa de juros e a condução das finanças públicas. Esta seção apresenta os fundamentos teóricos dessa interação, estruturando-se em torno do modelo IS-LM-PC, que relaciona as decisões de política fiscal e monetária à produção e à inflação. Parte da análise da formação da taxa de juros no mercado monetário, passando pela influência dessa taxa sobre o investimento e a produção, e culminando no impacto da atividade econômica sobre a inflação. Em seguida, examina as diferentes combinações possíveis entre política fiscal e monetária, inclusive aquelas marcadas por conflito ou cooperação, destacando os mecanismos por meio dos quais se estabelece – ou se rompe – o equilíbrio necessário à estabilidade monetária.

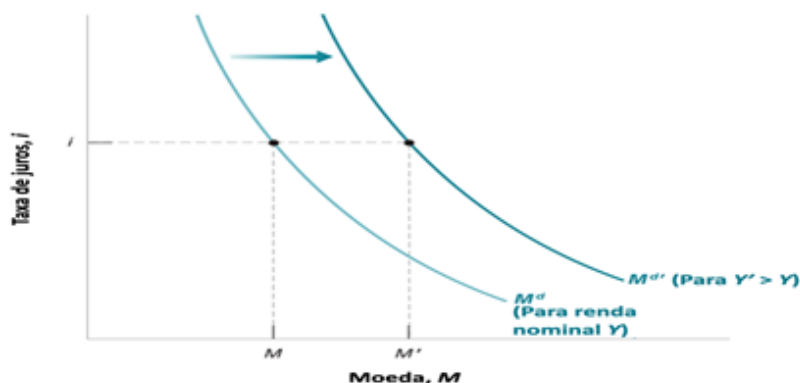
2.1 A demanda e a oferta de dinheiro determinam a taxa de juros

A taxa de juros resulta da interação das forças de oferta e demanda por moeda³. A demanda por moeda depende de dois fatores: o nível de negócios dos agentes econômicos e a taxa de juros em aplicações de renda fixa. Quanto maior o nível de negócios, resultante do crescimento da economia, maior a demanda por dinheiro. Por outro lado, quanto maior a taxa de juros, maior incentivo têm os agentes para abrir mão do dinheiro, que é líquido, mas não auferir juros, em favor de aplicações em renda fixa. Este movimento reduz a demanda por moeda.

3 Esta seção baseia-se em Blanchard (2020) e expõe o modelo IS-LM formulado por Keynes e sistematizado por Hicks. O texto emprega “moeda” e “dinheiro” de maneira sinônima.

A Figura 1 mostra a curva de demanda por moeda M^d para certo nível de renda Y , expressando a relação entre a taxa de juros i e a quantidade de dinheiro M . A redução da taxa de juros eleva a quantidade de dinheiro demandada. Já o aumento da renda para Y' desloca a demanda de M^d para $M^{d'}$, passando a mesma taxa de juros i a corresponder a uma quantidade maior de dinheiro M' .

Figura 1 – Efeitos da taxa de juros sobre a demanda por moeda.

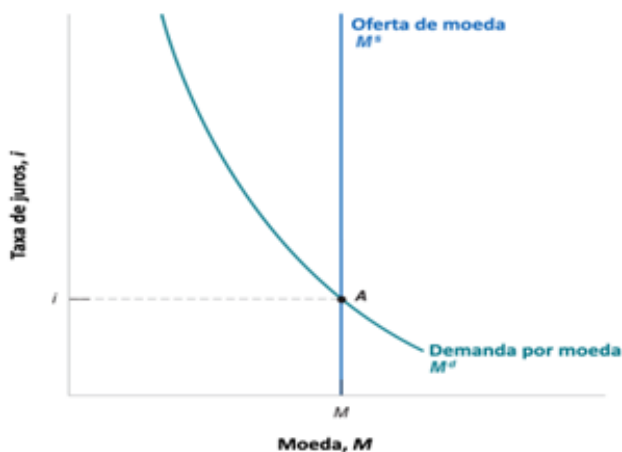


A curva de demanda por moeda A *FONTE* para certo nível de renda Y relaciona a quantidade de moeda M demandada pelo público em função da taxa de juros i . Fonte: Elaborado pelo autor com base em Blanchard (2020).

A oferta de dinheiro, por sua vez, depende apenas da decisão do banco central. Este decide a taxa de juros que deve prevalecer na economia e, então, emite a quantidade de moeda demandada àquela taxa de juros. O dinheiro de emissão do banco central denomina-se base monetária e compreende as cédulas e moedas em poder do público e as reservas bancárias. Os bancos multiplicam a base monetária captando depósitos do público, que constituem um tipo de moeda de menor liquidez.

A Figura 2 mostra a taxa de juros i e a quantidade de dinheiro M que prevalecem quando a demanda M^d e a oferta M^s de dinheiro estão em equilíbrio em A.

Figura 2: Efeitos do equilíbrio entre demanda e a oferta de moeda sobre a taxa de juros.



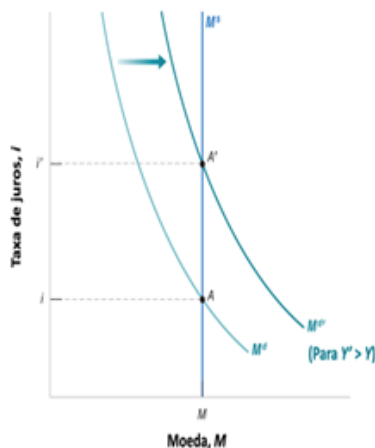
O equilíbrio entre a demanda por moeda M^d e a oferta de moeda M^s resulta na taxa de juros i , correspondente à quantidade M de moeda ofertada. Fonte: Elaborado pelo autor com base em Blanchard (2020).

Alterações da renda e da oferta de dinheiro pelo banco central afetam a taxa de juros de equilíbrio. Como visto antes, dada a oferta de dinheiro, o aumento da renda eleva a taxa de juros. A Figura 3 mostra que o aumento da renda de Y para Y' desloca a curva de demanda para a direita, de M^d para $M^{d'}$, estabelecendo novo equilíbrio em A' , correspondente à taxa de juros i' .

Já o aumento da oferta de dinheiro leva à redução da taxa de juros. A Figura 4 mostra que um aumento da quantidade de dinheiro ofertada, de M para M' , desloca a curva de oferta para a direita, de M^s para $M^{s'}$. O equilíbrio se move de A para A' ; a taxa de juros diminui de i para i' .⁴

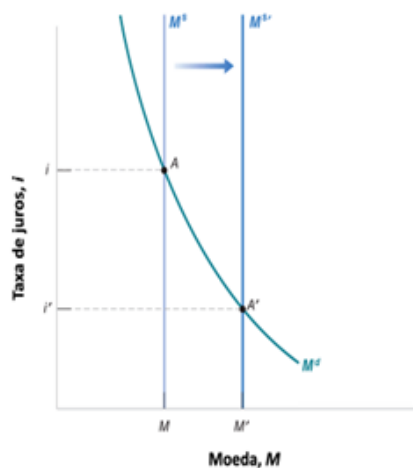
⁴ As peculiaridades do mercado brasileiro de títulos públicos, com grande participação de títulos indexados à taxa de juros básica (Selic), fazem com que o modelo não reflita plenamente as condições locais. Segundo Salto (2023), no Brasil a taxa de juros resulta da oferta e da demanda por esses títulos, e não da oferta de dinheiro pelo BCB.

Figura 3 – Efeitos do aumento da renda sobre a taxa de juros



Um aumento da renda desloca a curva de demanda M^d para $M^{d'}$, de forma que a quantidade M de moeda ofertada passa a corresponder a uma taxa de juros maior i' . Fonte: Elaborado pelo autor com base em Blanchard (2020).

Figura 4 – Efeitos do aumento da quantidade de moeda na taxa de juros.



Um aumento da quantidade de moeda ofertada de M para M' desloca a curva de oferta de moeda de M^s para $M^{s'}$, reduzindo a taxa de juros de equilíbrio de i para i' . Fonte: Elaborado pelo autor com base em Blanchard (2020).

Na economia moderna, os bancos centrais alteram a oferta de dinheiro comprando ou vendendo títulos públicos no mercado monetário, as operações de mercado aberto. Para expandir a oferta de dinheiro, compram títulos e criam dinheiro para pagar por eles. Para contrair a oferta de dinheiro, vendem títulos e retiram de circulação o dinheiro que recebem em pagamento.

2.2 A taxa de juros influencia a produção

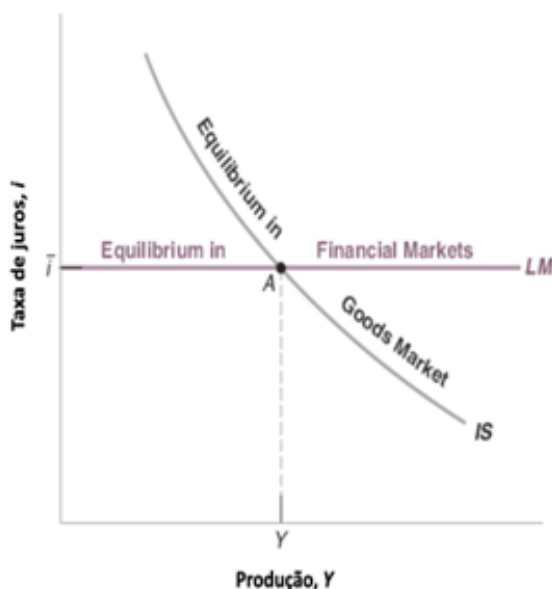
Numa situação de equilíbrio, a quantidade de bens produzidos na economia (isto é, a “produção”) corresponde à demanda de consumo, investimento e gastos do governo. O investimento depende da taxa de juros. A elevação dos juros aumenta o custo de oportunidade do investimento, reduzindo-o. A redução do investimento, por sua vez, diminui a produção.

Por outro lado, como visto no item anterior, na economia moderna, a taxa de juros é uma escolha do banco central, que ajusta a oferta de dinheiro de forma a atingir a taxa almejada. Portanto, numa situação de equilíbrio, a taxa de juros é constante em relação à produção.

Na Figura 5, as curvas IS e LM representam a relação entre juros e produção no mercado de bens e no mercado monetário, respectivamente.⁵ No ponto de equilíbrio A, a taxa de juros do banco central, $\bar{i}$, determina o investimento e, em última análise, a produção total da economia Y.

⁵ IS significa *investment-saving*, isto é, investimento-poupança, e refere-se à condição de equilíbrio do mercado de bens de que o investimento seja igual à poupança. LM significa *liquidity-money*, isto é, liquidez-dinheiro, e refere-se à condição de equilíbrio do mercado financeiro de que a quantidade de moeda demandada e ofertada seja igual.

Figura 5 – Efeitos do equilíbrio entre mercados de bens e financeiro sobre a taxa de juros.



O equilíbrio entre os mercados de bens e financeiro ocorre na intersecção das curvas IS e LM , correspondendo à taxa de juros fixada pelo banco central $\bar{i}$ e à produção Y . Fonte: Elaborado pelo autor com base em Blanchard (2020).

2.3 A política fiscal influencia a produção, mas não a taxa de juros.

A política fiscal compreende o gasto do governo e a tributação. Quando as receitas excedem as despesas, ocorre superávit orçamentário. Na situação oposta, ocorre o déficit orçamentário. Déficits orçamentários são cobertos pela contração de dívida pública.⁶ A redução do déficit orçamentário, seja por mais tributos ou menos gastos, é chamada de “contração” ou “consolidação fiscal”.

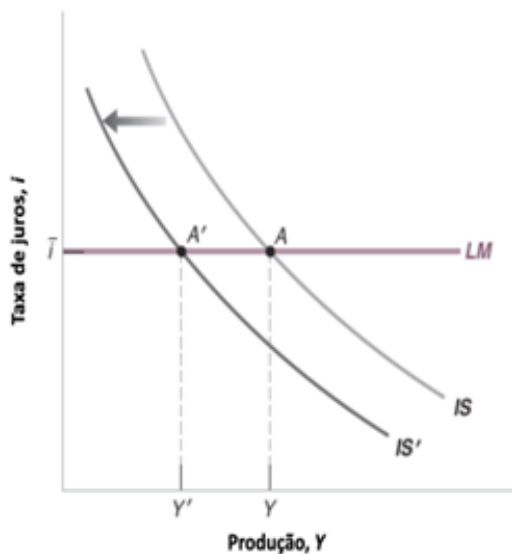
⁶ A exposição exclui, naturalmente, a cobertura por meio de senhoriagem.

Já o aumento do déficit, pelo mecanismo oposto, é conhecido como expansão fiscal.

Uma contração fiscal reduz a produção, mantendo a taxa de juros em $\bar{i}$ (por premissa, o banco central fixa a taxa de juros). É o que mostra a Figura 6: a curva IS se desloca para IS' , estabelecendo o novo equilíbrio em A' , com redução da produção de Y para Y' . A curva LM não se move.

Uma expansão fiscal desloca a curva IS no sentido oposto, elevando a produção.

Figura 6 – Efeitos da contração fiscal na taxa de juros.



Uma contração fiscal desloca a curva IS , enquanto a curva LM não se altera, resultando na manutenção da taxa de juros em $\bar{i}$ e na redução da produção de Y para Y' . Fonte: Elaborado pelo autor com base em Blanchard (2020).

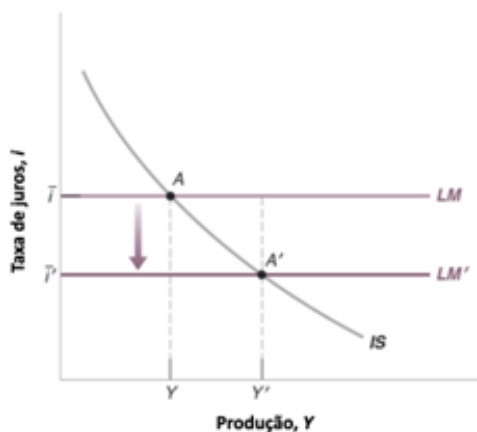
2.4 A política monetária influencia a taxa de juros e a produção

A política monetária compreende a determinação da taxa de juros. A redução da taxa de juros, que o banco central obtém aumentando a oferta de dinheiro, denomina-se expansão monetária. Já a elevação da taxa de juros, mediante a diminuição da oferta de dinheiro, chama-se **contração** ou **aperto monetário**.

Uma expansão monetária aumenta a produção e reduz a taxa de juros de equilíbrio. É o que mostra a Figura 7, onde a curva LM se desloca para LM' , estabelecendo novo equilíbrio em A' . A taxa de juros passa de $\bar{i}$ para $\bar{i}'$ e a produção passa de Y para Y' . A curva IS permanece inalterada. A explicação é que redução da taxa de juros aumenta o investimento, o qual, por sua vez, aumenta a produção.

Uma contração monetária desloca a curva LM no sentido contrário, diminuindo a produção.

Figura 7 – Efeitos da expansão monetária sobre a taxa de juros.



Uma expansão monetária desloca a curva LM , enquanto a curva IS não se altera, resultando na redução da taxa de juros de $\bar{i}$ para $\bar{i}'$ e no aumento da produção de Y para Y' . Fonte: Elaborado pelo autor com base em Blanchard (2020).

2.5 A produção influencia a inflação

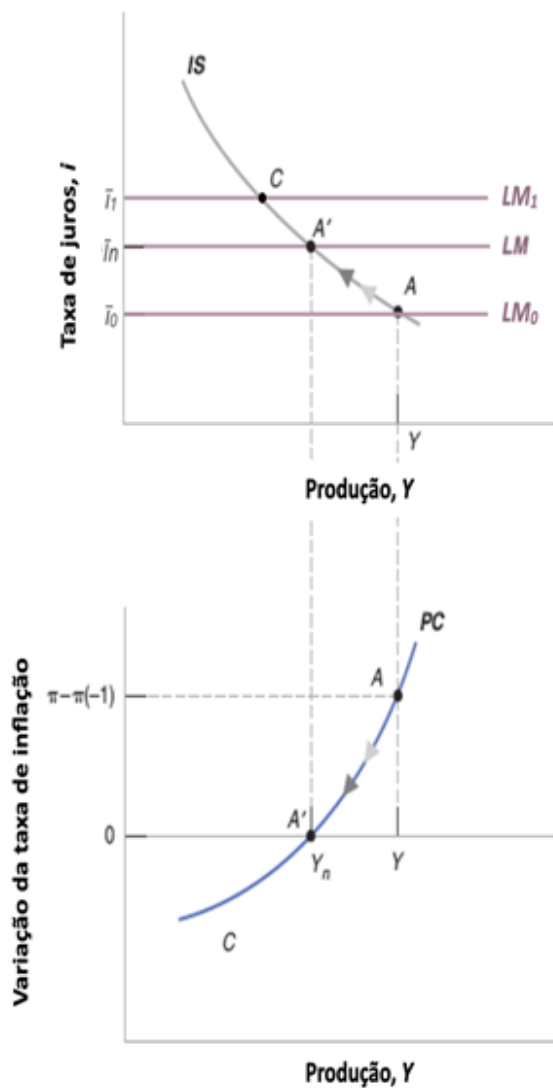
Como visto, os gastos do governo e a tributação influenciam o nível de produção da economia (seção 2.3), e a taxa de juros possui o mesmo efeito (seção 2.4). O nível de produção, por sua vez, afeta o ritmo de variação da inflação de um ano para o outro.

Até algumas décadas atrás, a produção influenciava a taxa de inflação, que mede a variação do nível de preços da economia. Já na economia atual, a produção afeta a *variação* da taxa de inflação. Isso significa que seu efeito não é mais sobre a diferença do nível de preços de um ano para outro, mas sobre o aumento (ou a redução) dessa diferença – ou seja, sobre a *aceleração* da diferença.

A relação entre a produção e a variação da taxa de inflação é descrita pela curva de Phillips modificada (PC), ilustrada na parte inferior da Figura 8. Ao nível de produção Y , o aumento da taxa de inflação de um ano para o outro é dado por $\pi - \pi_{-1}$, sendo π a inflação do ano corrente e π_{-1} a do ano anterior. No nível de produção Y_n , a taxa de inflação não se altera de um ano para o outro. Por essa razão, esse nível de produção é chamado produção potencial. Níveis de produção acima do potencial acarretam aumento da inflação. Níveis abaixo ocasionam redução.

Como visto, a taxa de juros afeta a produção; logo, afeta também a taxa de variação da inflação. A parte superior da Figura 8 ilustra o equilíbrio entre os mercados de bens (curva IS) e monetário (curva LM), no ponto A , correspondente à taxa de juros i_0 e à produção Y , superior a Y_n . Na parte inferior da Figura 8, esse nível de produção corresponde ao ponto A na curva PC , implicando um aumento de inflação de $\pi - \pi_{-1}$. Logo, uma taxa de juros de i_0 aumenta a inflação de π_{-1} para π .

Figura 8 – Efeitos da taxa de juros na produção e na inflação.



À taxa de juros $\bar{i}_n$, correspondente à produção Y_n , a taxa de inflação não se altera. A taxas de juros inferiores, e níveis de produção superiores, a taxa de inflação aumenta. Fonte: Elaborado pelo autor com base em Blanchard (2020).

2.6 Há diversas combinações possíveis de políticas fiscal e monetária

Na situação ilustrada na Figura 8, a economia está sobreaquecida e pressionando a inflação. Supondo que a taxa de inflação esteja acima da meta que o banco central deva observar por força legal, quais seriam as respostas possíveis das perspectivas monetária e fiscal?

2.6.1 O banco central pode atuar sozinho

O banco central aumentará a taxa de juros de forma a reduzir a produção para o nível potencial e eliminar a pressão sobre a inflação. A taxa de juros capaz de estabilizar a taxa de inflação é conhecida como taxa de juros natural ou neutra. A Figura 8 representa o processo de ajuste. A taxa de juros aumenta de $\bar{i}_0$ para $\bar{i}_n$, e a produção reduz-se de Y para Y_n , estabilizando a taxa de inflação. Em outras palavras, para estabilizar a taxa de inflação, a economia entrará em recessão.

Estabilizar a taxa de inflação significa mantê-la constante. Mas mantê-la constante pode não ser suficiente, na medida em que a taxa vigente pode ser superior à meta do banco central. Nesse caso, o banco central deverá não apenas estabilizar, mas reduzir a taxa de inflação. Para tanto, deverá aumentar a taxa de juros para além da taxa neutra, de modo a reduzir a taxa de inflação, com um efeito ainda maior sobre a redução da produção – ou seja, sobre a magnitude da recessão. Na Figura 8, a economia sairia do ponto A , passaria por A' e chegaria a C . Atingida a taxa de inflação desejada, o banco central então reduziria a taxa de juros para $\bar{i}_n$, retornando a A' .

2.6.2 O banco central e o governo podem tomar ações coordenadas

Se a política fiscal atuar no mesmo sentido da política monetária, o banco central precisará subir menos a taxa de juros para trazer a inflação para a meta, com menor impacto sobre o investimento e a produção. Na Figura 8, a curva LM_0 passaria para LM , e a curva IS se

moveria para a esquerda, atingindo um novo equilíbrio no mesmo nível de produto Y_n mas a uma menor taxa de juros que em C. Atingida a meta de inflação, a política fiscal poderia voltar a se expandir, até se equilibrar em A'.

2.6.3 O banco central e o governo poder tomar ações conflitantes

Se a política fiscal atuar no sentido oposto ao da política monetária, o banco central precisará subir mais a taxa de juros mais do que de outra forma seria necessário, de forma a compensar o efeito expansivo da política fiscal sobre a produção. Na Figura 8, a curva *IS* se deslocaria para a direita, aumentando a produção para além de *Y*. Em reação, a taxa de juros sobe para além de $\bar{i}$, diminuindo a produção para aquém de Y_n , adentrando a zona de redução da inflação na curva *PC*.

No limite, a política monetária pode perder a eficácia para compensar o efeito expansionista da política fiscal. Essa situação caracteriza a dominância fiscal. Por mais que suba a taxa de juros, o banco central não logra reduzir a produção a níveis compatíveis com a diminuição da inflação.

2.7 Causas da dominância fiscal

O modelo ideal pressupõe um banco central com mandato claro para assegurar a estabilidade de preços e dotado de autonomia operacional. A realidade institucional, porém, pode impor obstáculos significativos a essa configuração, conduzindo à dominância fiscal – isto é, à situação em que a política fiscal impõe restrições ou condiciona a condução da política monetária. Tais fatores incluem, de um lado, limitações estruturais derivadas do desenho legal do mandato da autoridade monetária ou de sua dependência financeira em relação ao Tesouro; de outro, conflitos de curto prazo entre

objetivos fiscais e monetários, que reduzem a eficácia da política de juros e comprometem o controle da inflação.

2.7.1 A dominância fiscal pode resultar do regime institucional

Até a aqui, a análise da política monetária pressupôs que o objetivo institucional do banco central fosse a estabilidade de preços, articulada na forma de uma meta de taxa de inflação. Pressupôs também que o banco central possuísse autonomia em relação ao governo, sendo, portanto, capaz de adotar uma política monetária contrastante com a política fiscal, se preciso.

No entanto, há situações em que o banco central não está juridicamente obrigado a perseguir a estabilidade de preços, porque o ordenamento jurídico não lhe atribui objetivos institucionais expressos ou porque lhe outorga outros objetivos – por exemplo, atingir o pleno emprego ou auxiliar na execução da política econômica do governo. Há, ainda, situações em que o banco central, apesar de estar juridicamente adstrito a perseguir a estabilidade de preços, está sujeito a constrangimentos financeiros que reduzem ou eliminam a sua capacidade de fixar a taxa de juros.

Um banco central cujo mandato é a estabilidade de preços e que atua com autonomia identifica a taxa de juros compatível com a taxa de inflação almejada e emite ou retira de circulação moeda em volume suficiente para atingir tal taxa de juros. Porém, quando o ordenamento jurídico lhe confere outros objetivos ou quando lhe impõe constrangimentos financeiros na relação com o Tesouro, a gestão que o banco central faz da base monetária desvia-se do propósito de direcionar a taxa de juros para o nível adequado ao cumprimento da meta de taxa de inflação.

Se não estiver obrigado a atingir a estabilidade de preços com prioridade, o banco central expandirá ou contrairá a base monetária com vista a atingir a taxa de juros adequada à sua finalidade institucional. Caso essa seja o pleno emprego, buscará a taxa de

juros que permita o aumento da produção, atribuindo importância secundária ao comportamento da inflação.

O mesmo ocorrerá se a autoridade monetária estiver sujeita a restrições da sua autonomia financeira. Este é o caso de bancos centrais que estão obrigado a criar dinheiro e creditá-lo na conta do Tesouro para cobrir déficits orçamentários, seja abrindo limite de crédito ou adquirindo emissões primárias de títulos públicos. Essa ação, conhecida como financiamento monetário do Tesouro, expande a base monetária e afeta a taxa de juros por motivos alheios à inflação.

É o que ocorre, também, com bancos centrais que transferem para o Tesouro lucros apurados com base na valorização contábil de ativos financeiros, notadamente em moeda estrangeira. Ao tratar essa valorização como se fosse receita efetivamente auferida, o banco central novamente cria dinheiro em benefício do Tesouro e expande a base monetária sem considerar a inflação.

Como discutido na seção 2.6, nessas situações, a política monetária é incapaz de controlar o nível de produção via taxa de juros de forma, perdendo o controle da taxa de inflação.

2.7.2 A dominância fiscal pode resultar de diferentes objetivos de curto prazo

Outra causa possível da dominância fiscal é a divergência de objetivos entre o banco central e o governo. No caso brasileiro, ambos estão vinculados aos objetivos que a Constituição estipula, de forma que a divergência observável diz respeito aos seus objetivos de curto e médio termos. Pela LC n. 179/2021 (Brasil, 2021a), o BCB está obrigado assegurar a estabilidade de preços, enquanto o governo desfruta de uma aparente discricionariedade em relação às suas finalidades imediatas. Esse quadro leva o governo, não raro, a eleger metas para a política fiscal contrapostas às da política monetária.

A contraposição aqui relevante ocorre quando a política monetária é contracionista, visando a reduzir a taxa de inflação,

e a política fiscal é expansionista, buscando aumentar a produção e o emprego. Esse cabo-de-guerra reduz a efetividade da política monetária e aumenta seu custo social, na medida em que exige aumentos maiores da taxa de juros. No limite, a política de juros perde totalmente a eficácia, impossibilitando ao banco central cumprir o seu mandato.

3 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS INSTITUIÇÕES MONETÁRIAS BRASILEIRAS

Esta seção relata a evolução das instituições monetárias brasileiras desde a criação do BCB. Na primeira fase, ocorre a separação entre as instituições fiscais e monetárias, desmantelando-se o regime de dominância fiscal da política da moeda e do crédito articulada na Lei n. 4.595/1964. Na segunda fase, tem lugar a construção de um regime orientado para a dominância monetária.

3.1 Do regime de dominância fiscal à separação das instituições fiscais e monetárias

A Lei n. 4.595/1964 criou o BCB para ser, junto com o BB, o executor da política da moeda e do crédito do Poder Executivo, cuja formulação cabia ao CMN. Como o seu próprio nome sugere, a política da moeda e do crédito conjugava a política creditícia oficial (subsídios e garantias), de caráter fiscal, à política monetária, entendida como o controle do volume de dinheiro em circulação.

Segundo a lei, o objetivo dessa política era o progresso econômico e social. Ao lado desse propósito geral, a lei também estabelecia objetivos específicos. A política do crédito deveria propiciar o desenvolvimento regional harmônico da economia nacional. Já a política da moeda deveria almejar atender às necessidades da economia e do seu desenvolvimento; prevenir ou corrigir surtos

inflacionários ou deflacionários, depressões econômicas e outros desequilíbrios conjunturais; e o equilíbrio do balanço de pagamento⁷.

Cabia ao BCB executar a política da moeda⁸ e ao BB implementar a política de crédito, de acordo com o direcionamento do CMN⁹. O instrumento de coordenação dessas políticas era o orçamento monetário, que continha as estimativas dos desembolsos de cada política setorial e da expansão da base monetária correspondente – arts. 4º, III e § 2º, e 20. Esse documento consistia numa previsão do balanço consolidado do BCB e do BB, permitindo a compensação de uma expansão não programada de alguma das contas pela contração de outras (Horta, 1981).

O orçamento monetário não integrava o orçamento da União. O entendimento de então era de que empréstimos para a produção não constituíam despesa pública, ainda que custeados com recursos fiscais (Nóbrega, 2023). Disso resultava que o orçamento da União aparentava equilíbrio, já que não incluía as dotações para operações de crédito, que eram transferidas para o orçamento monetário. O déficit real “aparecia implicitamente na expansão da dívida pública, destinada a

7 Historiando a evolução da composição do CMN, Franco (2024, p. 50) afirma que, nesse sistema de objetivos múltiplos, “a estabilidade tinha sua importância vastamente diminuída pela prioridade concedida ao desenvolvimento”. E acrescenta que, durante a ditadura militar, o CMN tornou-se “o órgão coordenador dos instrumentos creditícios do desenvolvimento, em detrimento de qualquer outra função ou atribuição” (p. 55).

8 O BCB era também responsável por gerir a dívida pública externa (art. 11, II) e, a partir da LC n. 12/1971 (Brasil, 1971) a dívida pública mobiliária interna.

9 O BB era também o agente financeiro do Tesouro Nacional. A separação de funções entre BCB e BB não era tão clara. O BCB era titular dos principais instrumentos de política monetária, nomeadamente as operações com títulos públicos, os recolhimentos compulsórios e o redesconto (art. 10, III, IV e IX), além das funções de emissão monetária e de depositário das reservas internacionais. Já o BB manteve funções típicas de banco central, atuando como depositário das reservas voluntárias dos bancos e como agente para a compra e venda de reservas cambiais (art. 19, III e VI). Segundo o Voto CMN n. 283/1984 (CMN, 1984, p. 6, f. 18), “reconhecida a impossibilidade prática de a novel instituição assumir todas as funções que inerentemente competiriam a um banco central, manteve-se o modelo de dupla autoridade monetária. Concentrou-se [sic] no Banco Central as responsabilidades que, de imediato, lhe puderam ser adjudicadas, permanecendo no Banco do Brasil outras que somente seriam transferidas quando as condições permitissem”.

neutralizar os excessos monetários decorrentes da política creditícia” (Nóbrega, 2023, p. 32)¹⁰.

O orçamento monetário operacionalizava-se por meio da “conta de movimento” que o BCB possuía no BB. A Lei n. 4.595/1964 (Brasil, 1964) permitiu ao BB utilizar como fonte de custeio das suas atividades os recursos nele depositados que passassem para a propriedade do BCB quando da criação deste (arts. 60 e 19, § 1º). Esses valores eram mantidos numa conta-corrente em nome do BCB no BB¹¹.

A movimentação dessa conta refletia as necessidades diárias de caixa do BB (Nóbrega, 2023). Se desembolsasse mais recursos do que captasse no curso das suas operações, o BB creditava a diferença na conta, compensando o déficit de captação. Como os depósitos mantidos no BB integravam o conceito de base monetária (Jaloretto, 2024; CMN, 1986a), o aumento do saldo da conta de movimento constituía emissão monetária. Segundo Nóbrega (2023, p. 31), “dado o impacto de suas operações na liquidez do sistema econômico, o BB passou a ser considerado ‘autoridade monetária’, equiparado, assim, ao Bacen”.

Eventualmente, o próprio BCB tomou parte na execução da política de crédito, adquirindo a função de banco rural e agroindustrial de segunda linha, repassador de recursos financeiros aos demais bancos. A Lei n. 4.829/1965 (Brasil, 1965), que instituiu o crédito rural, “contribuiu decisivamente para atribuir ao BCB funções de banco de fomento, as quais se consolidaram progressivamente por meio da administração de variada e crescente gama de fundos e programas” (CMN, 1984)¹².

10 Horta (1981) estimou o déficit fiscal lançado a descoberto no orçamento monetário, isto é, custeado via emissão monetária, revelando que, em 1979, o aparente superávit escondeu um déficit de 53,5% da receita, ou 4,7% do PIB.

11 Segundo Jaloretto (2024, p. 71), a conta de movimento fora criada para “viabilizar a transferência das atividades então executadas pelo Banco do Brasil para o BC e garantir a integração das duas autoridades monetárias”.

12 Resquício daquela era, até hoje o BCB administra o *Programa de Garantia da Atividade Agropecuária* (Proagro), por força da Lei n. 8.171/1991 (Brasil, 1991).

A Lei n. 5.143/1966 (Brasil, 1966), que instituiu o imposto sobre operações financeiras, outorgou ao BCB a competência arrecadatória e destinou o seu produto para a formação de “reservas monetárias”, a serem vertidas segundo a determinação do CMN, sem trânsito pelo orçamento da União. O CMN direcionou essas reservas para vários gastos de natureza fiscal, tais como subsídios às exportações, suprimento de recursos para operações de crédito, financiamento de exposições e feiras e custeio de entidades públicas, como a Comissão de Valores Mobiliários (Nóbrega, 2023)¹³.

Além de emitir moeda para custear a política de crédito oficial, o BCB também o fazia para custear as operações de crédito do Tesouro – Lei n. 4.595/1964 (arts. 4º, I, e 49, *caput*) – e para adquirir títulos do Tesouro Nacional destinados a cobrir o déficit orçamentário (art. 49, §§1º, 2º e 4º) ou a financiar créditos orçamentários extraordinários (art. 49, § 5º). A partir da LC n. 12/1971 (Brasil, 1971), passou a cobrir eventuais saldos negativos na conta do Tesouro mediante a subscrição direta de títulos da dívida.

Jaloretto (2024, p. 71) assim resume o arcabouço institucional construído nos primórdios da Lei n. 4.595/1964 (Brasil, 1964):

Essas mudanças fortaleceram indevidamente o arcabouço institucional entre o BB e o BC, tornando o orçamento da União submetido ao Congresso Nacional uma peça de ficção, já que o grosso das despesas fiscais era administrado no âmbito do orçamento monetário, sem o devido controle legislativo, sem transparência e financiado por emissão monetária e dívida mobiliária.

13 Em 1980, os principais programas que o BCB administrava, em termos de volume de recursos aplicados, eram, por ordem de importância, o Fundo para a Agricultura e a Indústria (Funagri), o Fundo de Financiamento à Exportação (Finex), a Reserva Monetária (IOF/IEEX), o Fundo de Despesa de Produtos de Exportação (FDPE), o Proagro e o Programa de Distribuição de Terras e de Estímulos à Agroindústria do Norte e Nordeste (Proterra) (Horta, 1981).

Em 1984, o CMN reconheceu a necessidade de alterar o arcabouço institucional vigente de forma a eliminar a dependência do Tesouro Nacional da receita monetária. Por meio do Voto CMN n. 283/1984 (CMN, 1984), aprovou diretrizes que resultaram nas propostas de:

- extinção do orçamento monetário e incorporação das suas operações de caráter fiscal ao orçamento da União;
- extinção da conta de movimento e autorização para o BB atuar como banco comercial pleno;
- transferência da execução do orçamento da União do BB para o Ministério da Fazenda (MF);
- extinção das funções de fomento do BCB;
- transferência da gestão da dívida pública do BCB para o MF;
- proibição de o BCB financiar diretamente ou adquirir títulos do Tesouro em leilões primários; e
- criação da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), no MF, para executar o orçamento da União e gerir a dívida pública.

A implementação dessas medidas estendeu-se pelos anos seguintes¹⁴. Em 1986, por meio do Voto CMN n. 45 (CMN, 1986b), ocorreu a suspensão da conta de movimento, com as atividades do BB de interesse do Tesouro Nacional passando a realizar-se mediante suprimentos específicos¹⁵; a transformação do BB em banco comercial pleno, sujeito aos recolhimentos compulsórios e com acesso ao redesconto do BCB; e a exclusão dos depósitos mantidos no BB do conceito de base monetária. No mesmo ano, ocorreu a criação da STN, com responsabilidade pela execução orçamentária, no lugar do BB, e

14 Cf. Nóbrega (2023) e Jaloretto (2024) sobre o processo de implementação dessas medidas.

15 Esses suprimentos específicos estavam a cargo do BCB, o que fez com que a suspensão da conta de movimento não sanasse o problema do custeio monetário do BB. Jaloretto (2024, p. 72) relata que “a conta de suprimentos especiais ao BB figurou no balanço do Banco Central até abril/1988, sendo que em dezembro/1987 representava 6,7% do PIB”.

pela gestão da dívida pública, no lugar do BCB – Decreto n. 92.452/1986 (Brasil, 1986).

Em 1987, seguiram-se a inclusão no orçamento da União de todos os programas oficiais de crédito e a proibição de o BCB suprir recursos para operações de crédito alheias à política monetária – Decreto n. 94.442/1987 (Brasil, 1987a). Essas medidas implicaram na extinção do orçamento monetário e da conta de movimento. Na mesma data, o Ministério da Fazenda tornou-se responsável pela gestão da dívida pública – Decreto n. 94.443 (Brasil, 1987b) – e dos fundos e programas de crédito do BCB – Decreto n. 94.444 (Brasil, 1987c).

A Constituição de 1988 coroou o processo de separação das políticas fiscal e monetária. No art. 164, atribuiu ao BCB o monopólio da emissão monetária, impedindo que a lei repetisse a confusão de funções com o BB até há pouco reinante, e tornou-o depositário das disponibilidades de caixa da União. Também o proibiu de realizar empréstimos diretos ou indiretos ao Tesouro,¹⁶ facultando-lhe operar com títulos da dívida da União apenas para regular a oferta da moeda ou a taxa de juros.

3.2 Da separação institucional à construção do regime de dominância monetária

As reformas da década de 1980 puseram fim à dominância fiscal embutida no ordenamento jurídico, reflexo da obrigação do BCB de emitir moeda para custear despesas de caráter fiscal do BB, do Tesouro e suas próprias. Ficou faltando ainda, entretanto, um elemento essencial: especificar o objetivo para o qual o BCB estava autorizado a emitir moeda. Na ausência dessa especificação, o BCB continuou sujeito à política da moeda e do crédito do CMN e compelido a implementar seus múltiplos objetivos. Assim, embora não tivesse mais o dever de custear o orçamento fiscal, não estava adstrito a

16 O empréstimo direto pode decorrer da abertura de crédito na conta única do Tesouro ou da compra direta de títulos da dívida. O indireto ocorre pela compra de títulos do Tesouro no mercado secundário. Sobre o tema, cf. Monteiro (2024).

controlar a base monetária almejando unicamente a estabilidade de preços.

Para que a inflação fosse controlada, era necessário continuar o processo de reforma institucional atribuindo ao BCB um objetivo compatível com a estabilidade do poder de compra da moeda e fixando salvaguardas para que a política fiscal não minasse a eficácia da política monetária. Dito de outro modo, era preciso institucionalizar um regime orientado para a dominância monetária.

O Plano Real dissociou o BCB dos objetivos ecléticos da política da moeda e do crédito. Pela Lei n. 9.069/1995 (Brasil, 1995), o controle da base monetária passou a ter o propósito único de manter a paridade entre o real e o dólar, inicialmente fixada em um para um e passível de ajuste pelo CMN. Para tanto, a emissão de moeda estava vinculada à aquisição de reservas internacionais em valor equivalente, sistemática conhecida como “caixa de conversibilidade” (*currency board*) (Alvares, 2008).

Ecoando o famigerado orçamento monetário, o BCB e o CMN deviam submeter ao Congresso uma programação monetária trimestral, estimando a variação dos agregados monetários compatível com a estabilidade da moeda, à luz da evolução esperada da economia nacional. Nesse contexto, a “estabilidade da moeda” não significava o controle da inflação, isto é, a estabilidade *interna* da moeda. Referia-se à manutenção da taxa de câmbio, isto é, à estabilidade *externa* da moeda. A meta do BCB era manter a paridade cambial, ainda que dela resultasse inflação ou deflação¹⁷.

A “âncora cambial” foi exitosa em controlar a inflação por meio do estímulo às importações. Porém, a disciplina fiscal foi insuficiente para evitar a aversão ao risco dos títulos públicos brasileiros no mercado internacional, privando o BCB das reservas necessárias para defender a paridade cambial. Em 1999, o Decreto n. 3.088/1999 (Brasil, 1999) substituiu o câmbio fixo pelo regime de metas de

17 Havendo livre fluxo de capitais, o câmbio fixo implica a perda da capacidade do banco central de fixar a taxa de juros. Esta passa a ser a taxa de juros da moeda de referência, a qual pode ser inadequada para controlar a inflação local.

inflação, passando o BCB a atuar exclusivamente para o cumprimento das metas de inflação que o CMN fixasse¹⁸. É relevante notar que o decreto não estipulava que o CMN deveria buscar a estabilidade de preços ao fixar a meta de inflação, deixando-o livre para arbitrar entre os seus múltiplos objetivos sob a Lei n. 4.595/1964, um dos quais era a prevenção ou a correção de surtos inflacionários ou deflacionários.

Sob o novo regime, o BCB passou a perseguir uma meta de taxa de juros de curto prazo – a taxa média do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) – em lugar de uma meta para a base monetária. À luz da teoria exposta na seção 2, cabia-lhe identificar a taxa de juros compatível com a meta de inflação, segundo o modelo IS-LM-PC (seção 2.5), e ajustar a base monetária de forma que o equilíbrio no mercado monetário convergisse para a taxa de juros almejada (seção 2.1).

A legislação posterior ao regime de metas de inflação buscou tornar a política fiscal consistente com a política monetária, institucionalizando em lei o regime de dominância monetária. As reformas da década de 1980 haviam fechado as portas para o custeio do orçamento fiscal via emissão monetária. Agora, era preciso vincular o governo a práticas orçamentárias que conduzissem à sustentabilidade da dívida pública, de forma a preservar a efetividade da política de juros em controlar a inflação.

A LRF, como é conhecida a LC n. 101/2000 (Brasil, 2000), teve papel fundamental nessa construção. Por um lado, tratou de disciplinar a relação financeira entre o BCB e o Tesouro à luz das restrições do art. 164 da Constituição. Especificou que o BCB poderia comprar títulos da dívida diretamente do Tesouro apenas para substituir os que estivessem vencendo na sua carteira, e impediu que o Tesouro comprasse títulos da carteira do BCB, salvo para reduzir o volume da dívida mobiliária, de forma a preservar a capacidade do BCB de executar a política monetária via mercado aberto. Com essa mesma

18 O Decreto n. 3.088/1999 (Brasil, 1999) revogou o regime monetário da Lei n. 9.069/1995 (Brasil, 1965) em flagrante inconstitucionalidade, haja vista que a Constituição (Brasil, 1988), no art. 48, XIV, atribui ao Congresso Nacional a disciplina dos limites de emissão de moeda (art. 48, XIV).

finalidade, a Lei n. 10.179/2001 (Brasil, 2001a) autorizou que o Tesouro emitisse títulos da dívida para o BCB sem contrapartida financeira, se fosse necessário aumentar a sua carteira de negociação.

A LRF também disciplinou a transferência semestral dos lucros do BCB para o Tesouro¹⁹, criando para este, em contrapartida, o dever de cobrir os prejuízos do BCB. A transferência dos lucros não se encontra no campo da proibição constitucional à concessão de empréstimos ao Tesouro. Isso porque o negócio jurídico de empréstimo acarreta a obrigação de restituição do bem emprestado, não abrangendo o suprimento de recursos em caráter definitivo, tal como ocorre na distribuição de resultados (Monteiro, 2024). Problema haveria se o BCB conduzisse suas atividades com o intuito de produzir receita de senhoriação para custear a política fiscal, como ocorria no passado. Mas, ainda que a Constituição não impedisse o aporte do lucro do BCB para o Tesouro, a Medida Provisória (MP) n. 2.176-36/2001 (Brasil, 2001b) limitou o uso dessa receita para o resgate da dívida pública.

Enquanto o BCB transferia o lucro em moeda, contudo, a MP n. 2.176-36/2001 determinou que o Tesouro cobrisse o prejuízo em títulos da dívida²⁰. Há quem veja nessa troca de títulos por moeda um empréstimo em afronta à Constituição (Carvalho Jr.; Pinto, 2018). Ocorre que essa troca não é concomitante, nem certa, nem equivalente, não se caracterizando como um empréstimo, do ponto vista jurídico, ainda que resulte em receita para o Tesouro. Não é concomitante porque tem lugar em exercícios distintos. Não é certa porque não se pode prever que à materialização de prejuízo num exercício se seguirá à apuração de lucro no exercício seguinte. E não é equivalente porque é pouco provável que o lucro e o prejuízo apurados em períodos diferentes coincidam.

Além de normatizar a relação financeira entre o BCB e o Tesouro, a LRF também cuidou de estabelecer mecanismos de acomodação

19 Originalmente, a Lei n. 4.595 determinava que o BCB incorporasse seus lucros e prejuízos ao seu patrimônio. Com o Decreto-Lei n. 2.376/1987 (Brasil, 1987d), o BCB passou a transferir seu resultado para o Tesouro.

20 A matéria é hoje objeto da Lei n. 13.820/2019 (Brasil, 2019).

da política fiscal à política monetária. Assim, estipulou que a lei de diretrizes orçamentárias deveria conter um anexo de metas fiscais relativas a receitas, despesas, déficit e endividamento consistentes com os objetivos da política econômica nacional. No que diz respeito especificamente às políticas monetária, creditícia e cambial e às metas de inflação, tais objetivos deveriam constar da mensagem de encaminhamento do projeto de lei. Particularmente relevante, as operações de política monetária do BCB não integrariam a lei orçamentária anual.

Com o crescimento das reservas internacionais e a volatilidade do câmbio, o resultado do BCB começou a apresentar grandes variações de magnitude e de sentido (positivo ou negativo). Esses resultados decorriam em grande medida da variação contábil das reservas cambiais (Loyola, 2023). Como se tratava de ganhos não realizados, passíveis de reversão em caso de valorização do real, o ideal era que compusessem uma reserva destinada a absorver perdas futuras. A MP n. 2.176-36/2001, entretanto, limitava a liberdade do BCB de constituir reservas a 25% do resultado.

Após anos de transferências de lucros em dinheiro e de coberturas de prejuízos em títulos de dívida, o saldo da conta única do Tesouro e o estoque de títulos na carteira de títulos do BCB haviam atingido valores elevadíssimos, acarretando custos para as operações de política monetária (Loyola, 2023). A Lei n. 13.820/2019 (Brasil, 2019) determinou, então, a constituição de reserva com base no resultado positivo das operações cambiais, a ser revertida para cobrir eventual resultado negativo. Superada a reserva, o restante do prejuízo seria lançado à conta do capital, até o limite de 1,5% do ativo total, após o que persistiria o dever do Tesouro de arcar com a diferença, emitindo títulos da dívida. A mesma lei também obrigou o Tesouro a recapitalizar o BCB quando o patrimônio líquido deste atingisse 0,25% do ativo total, elevando-o a 0,5%, e de emitir títulos para o BCB quando

os de livre negociação em seu poder atingissem 4% da carteira total, elevando-os a 5%²¹.

Culminando o processo de construção de um regime jurídico propício à dominância monetária, a LC n. 179/ 2021 (Brasil, 2021a) consagrou a estabilidade de preços como objetivo precípua da atuação do BCB. O efeito dessa inovação legislativa para a proteção do regime monetário é objeto da próxima seção.

4 A ATUAL DISCIPLINA JURÍDICA DAS POLÍTICAS FISCAL E MONETÁRIA

A política fiscal e a política monetária são dimensões da política econômica e, como tal, estão vinculadas aos objetivos definidos na Constituição. Esses podem ser sintetizados na maximização do bem-estar social, formulação que abrange as aspirações programáticas que emanam dos princípios fundamentais (Título I), dos direitos sociais (Título II, Capítulo II), dos princípios da ordem econômica e financeira (Título VII, Capítulo I) e das normas da ordem social (Título VIII).

Além de assinalar os objetivos que devem pautar a atuação do Estado no domínio econômico, incluindo o exercício das políticas fiscal e monetária, a Constituição estabelece diretrizes que o legislador e o administrador devem observar ao organizar e implementar essa atuação. Tais diretrizes delimitam um espaço de ação discricionária, no qual reside a liberdade do legislador e do administrador de criar os mecanismos que julgarem adequados para concretizar aqueles objetivos.

O Supremo Tribunal Federal (STF) reconheceu a existência desse espaço de discricionariedade na disciplina da relação entre as

21 A Lei n. 13.820/2019 (Brasil, 2019) revogou a MP n. 2.176-36/2001 (Brasil, 2001b) e a Lei n. 11.803/2008 (Brasil, 2008), no que tange à apuração e à destinação do resultado do BCB. A disciplina do relacionamento financeiro entre o BCB e o Tesouro por medida provisória ou lei ordinária é questionável. Isso porque a Constituição designa a lei complementar para regular as finanças públicas (art. 163, I), a gestão financeira e patrimonial da administração (art. 165, § 9º, II) e o sistema financeiro nacional (art. 192).

políticas fiscal e monetária. Ao julgar a tese de que a LC n. 179/2021 (Brasil, 2021a) violara a Constituição por retirar do governo eleito o controle pleno da política econômica, o STF reconheceu a existência da visão oposta “de que a política monetária deve ser preservada das interferências políticas, muitas vezes motivadas por interesses eleitorais de curto prazo e que cobram um preço alto no futuro”. E decidiu que deveria “ser deferente para com as escolhas do Poder Legislativo”, visto que se tratava “de questão essencialmente política, que não se situa no âmbito da interpretação constitucional, mas sim no plano da liberdade de conformação legislativa” (Brasil, STF, 2021b).

Tendo verificado que o regime de dominância fiscal era inadequado para produzir bem-estar social em longo prazo, em virtude não proporcionar, em médio prazo, a estabilidade do poder de compra da moeda, o legislador optou por construir uma arquitetura institucional para o regime oposto. Assim, preenchendo o espaço de discricionariedade constitucional no curso do processo narrado na seção 3, concretizou o atual ordenamento jurídico da política econômica, assentado nos seguintes elementos:

- atribuição ao BCB do objetivo primário de assegurar a estabilidade de preços;

- vedação a que o BCB custeie o Tesouro mediante empréstimos; e
- dever da União de elaborar e executar o orçamento público com base em previsões de receitas, despesas, déficit e endividamento consistentes com a política monetária.

Esse ordenamento jurídico veicula a clara escolha pela dominância monetária em substituição à dominância fiscal. Como consequência, a tutela legislativa da estabilidade monetária, com assento constitucional, vincula diretamente o BCB e indiretamente o restante da administração pública. Logo, não é lícito à autoridade fiscal contrapor-se à estratégia de estabilização do BCB de maneira que crie custo desarrazoado ou que retire a efetividade da política monetária, fazendo materializar a dominância fiscal rejeitada pelo constituinte e pelo legislador no curso das últimas quatro décadas.

A inobservância do dever da autoridade fiscal de formular e executar a política fiscal com vista a preservar poder de compra da moeda é passível de controle pelo TCU e pelo Poder Judiciário. Aquele, por iniciativa própria; este, por provocação da sociedade ou do BCB, titulares, respectivamente, do interesse público primário e secundário na estabilidade da moeda.

5 CONCLUSÃO

Após sessenta anos de criação do BCB, o Brasil possui, hoje, um ordenamento jurídico adequado de tutela da estabilidade monetária, calcado na dominância da política monetária sobre a política fiscal. A sociedade optou, deliberadamente, por esse regime após décadas de descontrole inflacionário.

Embora as normas sejam adequadas, ainda resta dar-lhes efetividade plena. Agora, o objetivo da sociedade deve ser incutir a cultura da estabilidade de preços nas práticas administrativas, de modo a tornar realmente excepcionais os episódios de descumprimento da meta de inflação. O BCB não está só nessa empreitada, cabendo ao TCU e ao Poder Judiciário papel importante nessa efetivação.

REFERÊNCIAS

ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. Aspectos jurídicos dos mecanismos de compartilhamento monetário: *currency board*, união monetária e adoção de moeda estrangeira. *Rev. da Procuradoria-Geral do Banco Central*, Brasília, v. 2, n. 2, p. 179-197, dez. 2008.

BACHA, Edmar (Org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. 3. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Histórico das metas para a inflação*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas>. Acesso em: 2 abr. 2025.

BLANCHARD, Olivier. *Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil*. NBER Working Paper n. 10.389. Cambridge (MA), 2004. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w10389/w10389.pdf. Acesso em: 31 mar. 2025.

BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomics*. 7. ed. Londres: Pearson, 2020.

BRASIL. [Constituição (1988)]. Constituição da República Federativa do Brasil. Texto constitucional de 5 de outubro de 1988 com as alterações adotadas por emendas constitucionais de revisão. *Diário Oficial da União*, Brasília, 5 out. 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 28 mar. 2025.

BRASIL. Decreto n. 3.088, de 21 jun. 1999. Estabelece a sistemática de “metas para a inflação” como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF 23 jun. 1999. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3088.htm. Acesso em: 20 mar. 2025.

BRASIL. Decreto n. 92.452, de 10 de março de 1986. Cria, no Ministério da Fazenda, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), extingue a Secretaria

Central de Controle Interno (SECIN), e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 11 mar. 1986. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1980-1989/1985-1987/D92452.htm. Acesso em: 28 mar. 2025.

BRASIL. Decreto n. 94.442, de 12 de jun. de 1987. Estabelece procedimentos para a proposta orçamentária de 1988 e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 6 jun. 1987a (publicação original). Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1980-1987/decreto-94442-12-junho-1987-444005-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 28 mar. 2025.

BRASIL. Decreto n. 94.443, de 12 de junho de 1987. Atribui ao Ministério da Fazenda competência para exercer atividades relativas aos serviços de colocação e resgate de títulos da dívida pública mobiliária federal, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 13 jun. 1987b. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1980-1987/decreto-94443-12-junho-1987-444012-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 30 mar. 2025.

BRASIL. Decreto n. 94.444, de 12 de junho de 1987. Transfere os fundos e programas de crédito do Banco Central do Brasil para o Ministério da Fazenda e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 13 jun. 1987c. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1980-1987/decreto-94444-12-junho-1987-444020-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 25 abr. 2025.

BRASIL. Decreto-Lei n. 2.376, de 25 de novembro de 1987. Dispõe sobre a dívida mobiliária interna da União, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 nov. 1987d. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2376.htm. Acesso em: 22 mar. 2025.

BRASIL. Lei Complementar n. 101, de 4 maio 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal

e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF 5 maio 2000. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm. Acesso em: 20 mar. 2025.

BRASIL. Lei Complementar n. 12, de 8 de novembro de 1971. Regula o art. 69 da Constituição, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 9 nov. 1971. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp12.htm. Acesso em: 23 abr. 2025.

BRASIL. Lei Complementar n. 179, de 24 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a autonomia do Banco Central do Brasil. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 fev. 2021a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 24 abr. 2025.

BRASIL. Lei n. 10.179, de 6 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre os títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional, consolidando a legislação em vigor sobre a matéria. *Diário Oficial da União*, Brasília, 7 fev. 2001a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10179.htm. Acesso em: 25 abr. 2025.

BRASIL. Lei n. 11.803, de 5 de novembro de 2008. Altera a Lei n. 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, dispõe sobre a utilização do superávit financeiro em 31 de dezembro de 2007, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 6 nov. 2008. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/lei/l11803.htm. Acesso em: 26 mar. 2025.

BRASIL. Lei n. 13.820, de 2 de maio de 2019. Dispõe sobre as relações financeiras entre a União e o Banco Central do Brasil e sobre a carteira de títulos mantida pelo Banco Central do Brasil para fins de condução da política monetária. *Diário Oficial da União*, Brasília, 3 maio 2019. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13820.htm. Acesso em: 30 mar. 2025.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 30 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 dez. 1964, Suplemento e retificado em 3 fev. 1965. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 22 mar. 2025.

BRASIL. Lei n. 4.829, de 5 de novembro de 1965. Institucionaliza o crédito rural. *Diário Oficial da União*, Brasília, 9 nov. 1965 e retificada em 22 nov. 2022, Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4829.htm. Acesso em: 22 abr. 2025.

BRASIL. Lei n. 5.143, de 20 de outubro de 1966. Institui o Imposto sobre Operações Financeiras, regula a respectiva cobrança, dispõe sobre a aplicação das reservas monetárias oriundas de sua receita, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 24 out. 1966. Disponível. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L5143.htm. Acesso em: 25 mar. 2025.

BRASIL. Lei n. 8.171, de 17 de janeiro de 1991. *Diário Oficial da União*, Brasília, 18 jan. 1991 e retificado em 3 mar. 1991. Dispõe sobre a política agrícola. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8171.htm. Acesso em: 23 mar. 2025.

BRASIL. Lei n. 9.069, de 29 de junho de 1995. Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para conversão das obrigações para o REAL, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 30 jun. 1995. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9069.htm. Acesso em: 20 abr. 2025.

BRASIL. Medida Provisória n. 2.176-36, de 23 de agosto de 2001. Dispõe sobre a administração dos recursos de caixa do Tesouro Nacional, consolida e atualiza a legislação pertinente ao assunto e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 24 ago. 2001b. Disponível

em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/2170-36.htm. Acesso em: 20 mar. 2025.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (STF). Direito constitucional e administrativo. Ação direta de inconstitucionalidade. Autonomia do Banco Central do Brasil. Acórdão da ação direta de inconstitucionalidade 6.696-DF. Plenário, Rel. Ricardo Lewandowski, Rel. ac. Roberto Barroso, j. 26 ago. 2021. *Diário de Justiça eletrônico*. Brasília, 13 dez. 2021b. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/stf/1339665290>. Acesso em: 31 mar. 2025.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Operações de crédito de interesse do Tesouro Nacional realizadas pelo Banco do Brasil. Ata da 460ª sessão, 30 jan. 1986a. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/cmn/AtasCmn/Ata_0460_CMN.pdf. Acesso em: 31 mar. 2025.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). *Voto CMN n. 283/1984*. Autoridades monetárias; dívida pública; operações de fomento; revisão das funções do Banco Central e do Banco do Brasil; compras de produtos agrícolas. Ata da 433ª sessão, 21 ago. 1984. p. 17. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/cmn/AtasCmn/Ata_0433_CMN.pdf. Acesso em: 31 mar. 2025.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). *Voto CMN n. 45*. Operações de crédito de interesse do Tesouro Nacional realizadas pelo Banco do Brasil S.A. Ata da 460ª Sessão, 30 jan. 1986b. Disponível em: https://liftchallenge.bcb.gov.br/conteudo/cmn/AtasCmn/Ata_0460_CMN.pdf. Acesso em: 31 mar. 2025.

FLORA, Mariana Silva; SANTOLIN, Roberto. Dominância fiscal e dominância monetária para o Brasil: uma análise empírica a partir de projeções locais no período de 1999 a 2022. *Nova Economia*, Belo Horizonte, v.33, n.2, p.335-362, 2023. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/neco/a/X9NfdQHZ6Wr76NRWZMVff3S/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 31 mar. 2025.

FRANCO, Gustavo. O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária: das origens aos dias atuais. In: BACHA, Edmar (Org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. 3. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2024. p. 39-66.

HORTA, Maria Helena. Atribuições das autoridades monetárias no Brasil e formulação do orçamento monetário. In: INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). *Textos para Discussão Interna*, n. 36, jul. 1981. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1039/1/td_0036.pdf. Acesso em: 31 mar. 2025.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). *Textos para Discussão Interna*, n. 36, jul. 1981. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1039/1/td_0036.pdf. Acesso em: 31 mar. 2025.

JALORETTO, Cláudio. Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais. In: BACHA, Edmar (Org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. 3. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2024. p. 67-86.

LOYOLA, Gustavo. As relações entre a política fiscal e a política monetária no Brasil – diagnóstico e propostas. In: SALTO, Felipe; ALMEIDA, Mansueto. *Finanças públicas: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade*. 3. ed. Rio de Janeiro: Record, 2023 p. 219-254.

MONTEIRO, Carlos Eduardo da Silva. O que exatamente está vedado pelo art. 164, § 3º, da Constituição? In: BACHA, Edmar (Org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. 3. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2024. p. 187-192.

MOREIRA, Belchior S.; MENDONÇA, Mario Jorge; SACHSIDA, Adolfo (Org.). Fiscal and monetary policy rules in Brazil: empirical evidence of monetary and fiscal dominance. *CEPAL Review*, n. 135, p. 81-104, dez. 2021. Disponível em: <https://repositorio.cepal.org/server/api/>

core/bitstreams/74b28bb2-797c-49bb-b763-de491a973fcc/content.
Acesso em: 31 mar. 2025.

NÓBREGA, Maílson da. Construção e desmonte das instituições fiscais. In: SALTO, Felipe; ALMEIDA, Mansueto. *Finanças públicas: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade*. 3. ed. Rio de Janeiro: Record, 2023. p. 27-52.

SALTO, Felipe. Os efeitos das políticas do Banco Central. In: SALTO, Felipe; ALMEIDA, Mansueto. *Finanças públicas: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade*. 3. ed. Rio de Janeiro: Record, 2023. p. 203-218.

SALTO, Felipe; ALMEIDA, Mansueto. *Finanças públicas: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade*. 3. ed. Rio de Janeiro: Record, 2023.

SARGENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Minneapolis Fed Quarterly Review*, v. 5, n. 3, p. 1-17, 1981. Disponível em: <https://www.minneapolisfed.org/research/quarterly-review/some-unpleasant-monetarist-arithmetic>. Acesso em: 31 mar. 2025.

SCARAMUZZI, Thais Ortega; MUINHOS, Marcelo Kfoury. Fiscal dominance in Brasil: the effects of fiscal imbalances and debt dynamics. *Revista Brasileira de Economia*, Brasília, v. 78, p. 1-13, 2024. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rbe/article/view/88864/86038>. Acesso em: 31 mar. 2025.

CAPÍTULO 4

A PROTEÇÃO DO MANDATO DA DIRETORIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL COMO INSTRUMENTO DE BLINDAGEM SOBRE AS PRESSÕES POLÍTICAS

Giuliano Aranha Freitas

Mestrando em Direito Empresarial e bacharel em Direito pela UFMG. Advogado.

SUMÁRIO: 1 Introdução. 2 Independência, autonomia e dependência dos bancos centrais. 3 Breve contexto histórico até a autonomia do Banco Central do Brasil (BCB) *de jure*. 3.1 Antes da Lei n. 4.595/1964. 3.2 Criação do BCB até a atribuição de autonomia *de jure*. 4 Autonomia do BCB prevista na Lei Complementar n. 179/2021. 4.1 Objetivos a perseguir pelo BCB. 4.2 Autonomias 4.2.1 Operacional e administrativa. 4.2.2 Técnica 4.2.3 Financeira. 4.3 Modelo de nomeação, exoneração e estabelecimento de mandatos fixos para Presidente e Diretoria não coincidentes com o mandato eleitoral do chefe do Poder Executivo. 5 Análise quanto à suficiência da proteção da diretoria do BCB para executar a política monetária com independência em relação a pressões políticas do governo de turno. 6 Conclusão. Referências.

Resumo

No contexto em que, de um lado, a Lei Complementar n. 179/2021 conferiu autonomia ao Banco Central do Brasil (BCB) e, de outro, o governo de turno manifestara interesse em mudar a política monetária conduzida pela autarquia e trocar o seu presidente, elaborou-se este trabalho para relatar resultado de pesquisa executada com o objetivo de avaliar se a proteção dos mandatos conferida à diretoria do BCB pela nova lei é suficiente para assegurar sua independência para conduzir a mencionada política e buscar a estabilidade da moeda brasileira em longo prazo. Para tanto, com base

em revisão bibliográfica e análise normativa, examinou-se o contexto histórico que levou à concessão de autonomia ao BCB e os tipos de autonomia que lhe foram conferidos. Como resultado, confirmou-se a hipótese inicialmente delineada, segundo a qual os instrumentos em vigor, instituídos pela Lei Complementar n. 179/2021, parecem ser suficientes para garantir a autonomia do BCB na condução da política monetária. Apurou-se, ainda, que o modelo de destituição do presidente e dos diretores do BCB encontra-se alinhado, por exemplo, ao previsto no Estados Unidos da América e na Comunidade Comum Europeia, ou seja, não cabe exoneração *ad nutum*. No caso brasileiro, a demissão dos mandatários do BCB somente pode ocorrer por insuficiência de desempenho por proposta de iniciativa do Conselho Monetário Nacional e que conte com aprovação no Senado Federal. Tudo indica que tal aparato normativo, no contexto recente que ensejou a execução da pesquisa relatada, foi capaz de blindar a diretoria contra usuais pressões políticas, que podem estar ligadas a ciclos eleitorais e a interesses não condizentes com a persecução da estabilidade monetária em longo prazo, pressuposto para que sejam alcançados objetivos constitucionais, como o desenvolvimento nacional e a erradicação da pobreza. Apesar disso, a pesquisa em relação à efetividade da autonomia do BCB não se encerra, dado que ainda há meios pelos quais o comando da autoridade monetária pode sofrer pressões políticas, ainda que em relevância muito menor, como decorre do controle do orçamento pelo Poder Executivo.

Palavras-chave: Autonomia. Banco central. Independência. Exoneração. Objetivos. Proteção. Diretoria.

1 INTRODUÇÃO

A autonomia conferida a bancos centrais, usualmente, pode estar relacionada (i) ao estabelecimento da proteção da sua diretoria em relação a ingerências políticas; (ii) à proibição para que se financie o orçamento do governo em caso de déficit; (iii) à atribuição da

busca pela estabilidade de preço como sua meta principal (Labonte; Makinem, 2007).

No Brasil, a Constituição impossibilitou o Banco Central do Brasil (BCB) de financiar o Tesouro nacional, direta ou indiretamente, por meio do art. 164 da Constituição de 1988 (Brasil, 1988). Diante dos objetivos fundamentais para a República fixados na Constituição, como o desenvolvimento nacional e a erradicação da pobreza, que estão vinculados ao funcionamento da moeda e que, por sua vez, está vinculada à estabilidade de preços (Vasconcelos, 2018), a inflação tornou-se inimigo de primeira hora. A partir da edição da Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021), assegurar a estabilidade de preços tornou-se expressamente o objetivo fundamental do BCB. Apesar da novidade, a maior inovação da referida lei se refere ao primeiro fator mencionado acima: a diretoria do BCB passou a ter mandato fixo, não coincidente e protegido, não sendo possível a exoneração *ad nutum* pelo Presidente da República.

A autonomia do banco central é tida como um dos importantes mecanismos institucionais para assegurar a estabilidade de preços por boa parte da literatura (Cukierman; Webb; Neyapti, 1992; Debelle; Fischer, 1994; Blinder, 1999; Segalotto; Arnone; Laurens, 2006), enquanto os baixos índices de inflação são pressupostos para o desenvolvimento econômico visando à persecução dos objetivos fundamentais delimitados na Constituição. Nesse contexto, dentre 182 países analisados entre 1970 e 2012, 72% das reformas institucionais nos bancos centrais tiveram o propósito de ampliar sua autonomia e somente 15% visaram reduzi-la (Garriga, 2016).

A inflação crônica foi um desafio que os brasileiros enfrentaram por décadas e penalizou, sobretudo, aqueles que não têm como se proteger da alta dos preços, especialmente assalariados, aposentados e os mais pobres, sendo compreendido como “sintoma e fator de agravamento da desorganização do estado, comprometendo drasticamente sua capacidade de fornecer serviços básicos, de investir em infraestrutura, de contribuir para a melhoria dos indicadores sociais do país” (Brasil, 1994b). A gravidade da inflação crônica é

tamanha que provocou várias mudanças de moeda, seja no período ditatorial, seja no democrático, até o advento do Plano Real: entre 1967 e 1º de julho de 1994, o Brasil trocou de moeda diversas vezes, passando pelo Cruzeiro (1942-1967), Cruzeiro Novo (1967-1970), Cruzeiro (1970-1986), Cruzado (1986-1989), Cruzado Novo (1989-1990) e Cruzeiro Real (1990-1993) (Franco, 2017).

Não faltam registros acerca dos prejuízos decorrentes da inflação crônica. Um dos episódios mais emblemáticos decorrentes da inflação foi o confisco adotado pelo então Presidente da República Fernando Collor de Melo no dia de sua posse, em 15 de março de 1990, por meio da Medida Provisória n. 168/1990 (Brasil, 1990). Para tentar diminuir o estoque de moeda e atacar a inflação, o governo implementou o confisco ou sequestro generalizado de ativos financeiros (Simonsen, 1994), gerando pânico e criando um marco histórico do período da Nova República. O combate à inflação tornou-se tão importante que, diante da efetividade do Plano Real na estabilização de preços, mesmo tendo sido lançado em 1º de julho de 1994, teve papel decisivo na vitória eleitoral de Fernando Henrique Cardoso apenas três meses e dois dias depois (Mendes; Venturi, 1994). Ele foi o único Presidente da República eleito e reeleito no primeiro turno após a redemocratização. A estabilidade de preços, portanto, além de ser condição *sine qua non* para o alcance dos objetivos constitucionais e largamente prestigiada pela população, tornou-se ainda mais importante com a Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021), passando a ser o principal objetivo do BCB.

Muitas vezes, governos têm a pretensão de influenciar o banco central para adotar a política monetária de seu interesse – e não do Estado –, moldando-a a objetivos políticos em curto prazo, como estimular o crescimento econômico ou criar uma percepção de prosperidade antes de eleições (Wachtel; Blejer, 2020). Essa interferência, se materializada, pode comprometer a atuação do banco central e levar a decisões que, embora populares no curto prazo, resultem em desequilíbrios econômicos, como aumento da inflação ou instabilidade financeira em médio e longo prazo.

Mediante o controle da inflação simbolizado pelo Plano Real e a autonomia *de facto* que foi atribuída ao BCB (Carvalho; Oliveira; Monteiro, 2010), inclusive com a elevação do Presidente do BCB ao status de ministro (Brasil, 2004), as discussões sobre a autonomia *de jure* perderam força. Nos últimos anos, contudo, a autonomia do BCB voltou aos holofotes.

Em 2010, a então candidata à Presidência da República Dilma Rousseff (Dilma [...], 2010) elogiou a autonomia do BCB após seu adversário à época, José Serra, tecer críticas. Em 2014, os papéis se inverteram. Dilma Rousseff, candidata à reeleição, mudou seu posicionamento para atacar uma adversária, utilizando narrativas que associaram a autonomia da autoridade monetária ao aumento da inflação e à retirada de comida na mesa das pessoas sem que elas pudessem recuperá-la (Amorim, 2018). Essa eleição ocorreu após a taxa de juros, definida pelo Copom, órgão do BCB, despencar de 12,5% (em 7/2011) para 7,25% (em 10/2012) e depois retomar o viés de subida, para 11% (em 4/2014) (BCB, 2025). No dia seguinte à eleição, a taxa de juros foi aumentada em 0,25 p.p. Menos de um ano depois, em julho de 2015, a taxa de juros atingiu 14,25%. No mesmo ano, a taxa de inflação foi de 10,67% (BCB, 2025).

Após um conturbado período na política brasileira, com *impeachment* presidencial e afastamento de figuras em cargos-chave da República, iniciou-se um movimento reformista patrocinado pelo Poder Executivo que ensejou a reforma trabalhista, previdenciária, de governança das estatais, dentre outras. Nesse contexto, a discussão sobre a autonomia do BCB *de jure* voltou a ganhar força. Como forma de garantir a persecução dos objetivos do BCB sem que o governo de turno impusesse suas vontades, foi aprovada a Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021), na qual previu-se uma forma de proteção da diretoria, baseada na instituição de mandatos e na limitação das possibilidades de exoneração a casos de insuficiência de desempenho, que precisa ser solicitada pelo Conselho Monetário Nacional e referendada pelo Senado Federal.

O primeiro teste da autonomia do BCB e de proteção do mandato da diretoria ocorreu em razão das eleições de 2022, em que o governo de turno utilizou largamente a “máquina pública” para vencer o conclave. O Executivo, à época, enviou ao Legislativo a Emenda Constitucional n. 123/2022, que instituiu estado de emergência e ampliou benefícios sociais em ano eleitoral (Brasil, 2022), custando mais de 41 bilhões de reais aos cofres públicos apenas nos 6 meses finais de 2022 (Bolsonaro [...], 2022). Na mesma época, houve pressão do então candidato à reeleição para que o BCB reduzisse a taxa de juros (Brito, 2022), o que demonstra o foco em objetivos eleitorais – que são em curto prazo; contudo, ocorreu o inverso e a taxa aumentou significativamente no período pré-eleitoral (BCB, 2025). Em 2024, o Supremo Tribunal Federal (STF) reconheceu a inconstitucionalidade da referida Emenda por violar o princípio da igualdade eleitoral e a regra da anterioridade eleitoral.

O segundo teste ocorreu em 2023 e 2024, época em que o Presidente do Banco Central brasileiro era um escolhido pelo governo anterior. Houve grande oposição e pressão do governo de turno para sua exoneração e substituição (Lula [...], 2024), o que não ocorreu. As pressões exercidas pelo Poder Executivo sobre a figura do Presidente do BCB testaram os instrumentos adotados para garantir a autonomia e a independência da instituição na persecução dos objetivos fixados pela Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021). Foi a primeira vez que a diretoria do BCB não foi indicada pelo Presidente da República eleito, sendo o grande teste a que a autonomia da autoridade monetária foi submetida.

Os debates sobre o grau de autonomia do BCB em relação ao Poder Executivo, como se vê, têm relevância histórica e voltaram a ocupar os holofotes nos últimos anos, o que parece ser decorrência da preocupação brasileira em relação à estabilidade dos preços. Isso torna necessária a verificação da proteção do mandato, estabelecida pela Lei Complementar n. 179/2021 como instrumento apto a assegurar a independência dos agentes na persecução dos objetivos da autoridade monetária, ou se há instrumentos utilizados por outros

bancos centrais, como os dos Estados Unidos da América e da União Europeia, que podem ser incorporados à legislação brasileira.

Para melhor compreensão, neste trabalho, abordou-se a diferença entre independência, autonomia e dependência da autoridade monetária, apresentando brevemente o contexto histórico desde a instituição da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) até os dias atuais. Discorreu-se sobre as principais mudanças introduzidas pela Lei Complementar n. 179/2021 em relação ao tema objeto deste trabalho e, por fim, sobre a proteção do mandato da diretoria do BCB, utilizando-se experiências internacionais para averiguar se as normas brasileiras conseguem garantir a autonomia pretendida pelo legislador.

Para a elaboração deste capítulo, foram desenvolvidas pesquisa e análise da bibliografia escolhida, nacional e estrangeira, especializada no tema, das normas relativas ao assunto e das reflexões oriundas das aulas e discussões que ocorreram na disciplina “Novas Fronteiras do Sistema Financeiro Nacional”, ministradas na Faculdade de Direito da UFMG, no segundo semestre de 2024.

Para estudar a proteção do mandato da diretoria do BCB das pressões políticas, bem como os tipos de autonomia e evolução histórica da legislação brasileira sobre o tema, realizou-se análise normativa e bibliográfica com levantamento de material até janeiro de 2024, disponíveis nas plataformas *HeinOnline*, *Social Science Research Network* (SSRN), *ResearchGate*, Google, Google Acadêmico e SciELO, além de exemplares físicos de livros na Biblioteca da UFMG.

O levantamento desses materiais foi feito com adoção das palavras-chave “autonomia”, “banco central”, “independência”, “exoneração”, “objetivos”, “proteção” e “diretoria”, bem como suas correspondências em inglês, buscadas nas plataformas mencionadas acima.

2 INDEPENDÊNCIA, AUTONOMIA E DEPENDÊNCIA DE BANCOS CENTRAIS

A autonomia dos bancos centrais pode ser definida de várias formas e medida por critérios variados, razão pela qual a exposição dos conceitos e a classificação dos tipos de autoridade monetária se mostra importante para o desenvolvimento da discussão apresentada neste trabalho.

O banco central “independente” é comumente confundido com “autônomo”, sendo as palavras utilizadas como se tratasse de equivalência conceitual, o que não corresponde à realidade. São conceitos distintos, especialmente em razão da amplitude dos poderes atribuídos ao banco central que for caracterizado como independente ou autônomo. Um banco central independente tem ampla liberdade para definir os meios de implantação da política monetária e suas próprias metas, sendo o agente que formula e, ao mesmo tempo, executa, sem que o Poder Executivo tenha condições de interferir na atuação da autoridade monetária (Saddi, 1997), pois não se subordina a órgão algum. Nesse caso, parte-se de um contexto em que a proposição e a execução de políticas monetárias não pressupõem discussões com outros poderes ou grupos de interesse, sendo o banco central independente um órgão com poderes exclusivos sobre a matéria. Ainda que o Executivo nomeie seus membros, seja fiscalizado pelo Legislativo e a destituição de membros da diretoria esteja sujeita à aprovação do congresso em hipóteses definidas legalmente, o banco central é considerado independente, pois não se subordina a outra instituição e tem como outros pressupostos a autossuficiência e a organização funcional e institucional definidas internamente. É tido como exclusivamente competente para definir e executar a política monetária como o Judiciário é para julgar, o Executivo para executar e o Legislativo para elaborar leis, em uma comparação simples (Saddi, 1997). Essa hipertrofia de poderes de um banco central totalmente independente é tida como inalcançável e maléfica à própria sociedade, pois eleva-se a instituição à espécie de um quarto poder e, em tese,

afasta qualquer possibilidade de influência popular na formulação da política monetária.

Um banco central autônomo, por outro lado, tem muita liberdade, mas não para fazer tudo. É subordinado ao Poder Executivo e atua com toda a liberdade nos limites definidos pelas regras previamente estabelecidas. Duas das principais diferenças em relação ao banco central independente consistem na implementação da política monetária – que, note-se, é formulada pelo Poder Executivo, ainda que com participação do banco central; e os objetivos da autoridade monetária são traçados pelo Poder Legislativo. Ou seja, há liberdade, mas há também limites, que são claros e definidos por Poderes superiores.

Saddi (1997, p. 56) elenca cinco condições para a configuração da autonomia do banco central: “limitação de objetivos e funções; especificidade e precisão de metas; base estatutária para autonomia; garantias institucionais do Executivo; nomeação da diretoria do banco central”. A primeira se refere à definição dos objetivos do banco central, que precedem a definição de competências e funções; e sempre serão de caráter político. A segunda se refere à imposição de metas que deverão ser observadas pelo banco central na execução da política monetária, restringindo a margem de ação, mas assegurando maior monitoramento do desempenho. A terceira se refere ao embasamento legal para a autonomia da autoridade monetária, devendo ser *de jure* e não *de facto* – realidade do Brasil por muitos anos, e aquela recentemente garantida por meio da Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021). Para tanto, a lei deve ter força para corresponder à realidade. A quarta se refere a uma válvula de segurança para que o Executivo, excepcionalmente, tenha condições de sobrepor-se às decisões do banco central. O exemplo dado por Saddi (1997) refere-se à situação em que o banco central tenha a estabilidade monetária como único objetivo e, em caso de guerra ou grande calamidade, ante a impropriedade e incompatibilidade dos objetivos da autoridade monetária com a realidade que se impõe, o Executivo tenha condições de se sobrepor às decisões do banco central. Novamente, trata-se

de uma situação excepcional. Por fim, a última condição refere-se, especialmente, ao foco deste trabalho, ou seja, às “garantias pessoais ou funcionais conferidas à sua diretoria, incluindo procedimentos para sua nomeação e demissão”.

Um banco central dependente, por sua vez, está integralmente submetido aos anseios do Poder Executivo, sendo seu papel resumido à implementação de políticas previamente definidas. Aqui, o Executivo tem a última palavra sobre a formulação e a implementação da política monetária.

Há características de uma classificação que se repetem na outra, de modo que a simples presença de uma ou algumas delas não representam, por si só(s) a definição de um banco central independente, autônomo ou dependente. É importante que sejam observadas as linhas gerais de cada classificação e sua variação em maior ou menor grau.

3 BREVE CONTEXTO HISTÓRICO ATÉ A AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB) *DE JURE*

Uma vez traçada a distinção entre independência, autonomia e dependência dos bancos centrais, faz-se necessária uma breve exposição sobre a história da autoridade monetária brasileira, da instituição da SUMOC, que foi um órgão preparatório para a constituição do BCB (Brasil, 1945) até os dias atuais. Isso porque, ao longo dos anos, várias mudanças significativas em relação ao executor da política monetária ocorreram e auxiliam a compreensão acerca do debate relacionado à autonomia do BCB.

3.1 Antes da Lei n. 4.595/1964

Ao final da ditadura Vargas, a SUMOC foi criada com o propósito de “exercer o controle do mercado monetário e preparar a organização do Banco Central” – art. 1º do Decreto-Lei n. 7.293/1945 (Brasil, 1945),

sendo composta por um Diretor Executivo, nomeado pelo Presidente da República e orientada por um Conselho presidido pelo Ministro da Fazenda. Além do Ministro, o Conselho era integrado pelo presidente do Banco do Brasil, pelo Diretor da Carteira de Câmbio, Diretor da Carteira de Redesconto, Câmbio e Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária.

Na época, as atribuições da política monetária eram divididas entre a SUMOC e o Banco do Brasil, inclusive aquelas que competiam à Carteira de Câmbio e de Redesconto do Banco do Brasil e à Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária do Banco do Brasil, extintas quando da criação da SUMOC (Brasil, 1945). Octávio de Gouvêa de Bulhões tinha a SUMOC como precursora de uma nova história, por abrir caminho para a coordenação da política financeira do Tesouro e a política do crédito bancário, enquanto Horácio Lafer via a evolução como um pequeno passo em direção à criação do banco central (Saddi, 1997).

A visão crítica parte da ideia de que o Brasil estaria atrasado para criar um banco central, se analisado à luz da experiência internacional, haja vista que a ideia era cultivada havia muito tempo, tendo sido objeto de planos que não foram concretizados entre o início da República, como no mandato de Deodoro da Fonseca (1889-1891), até o início da ditadura militar, como no mandato de João Goulart 1961-1964) (Vasconcelos, 2018).

Ministro da Fazenda do governo Deodoro, Rui Barbosa era crítico da multiplicidade de bancos emissores e, paralelamente, com atuação comercial, mas entendia essa situação necessária para a época, em que a inflação se destacava. Naquele período, Rui Barbosa defendia o monopólio da emissão, que deveria ser atribuída a um banco central (Saddi, 1997).

Na Conferência Financeira Internacional de Bruxelas, realizada em 1920, as dificuldades econômicas enfrentadas por quase 40 países foram objeto de discussão, o que provocou a elaboração de recomendações para que os bancos de emissão fossem blindados de pressões políticas e geridos com base em critérios de prudência

financeira; caso não houvesse um banco central de emissão, o país deveria criá-lo (Vasconcelos, 2022; League of Nations, 1922).

Nas décadas de 1920 e 1930, *experts* estrangeiros das Missões Montagu e Niemeyer sugeriram aos governantes brasileiros que constituíssem um banco central com função primordial de manter a estabilidade de preços, tendo exclusividade para a emissão de moeda e isenção de pressões políticas (Vasconcelos, 2022).

Durante o governo João Goulart, antes das movimentações políticas que culminaram no golpe de 1964, o então presidente apresentou o “Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social, 1963-1965”, que, em suas diretrizes para as reformas de base, ressaltou ausências de mecanismos institucionais para combater alta pressão inflacionária. Como uma das soluções, foi proposta a transformação da SUMOC em um banco central independente administrativamente e com a natureza de autarquia, sendo esse um pilar para o desenvolvimento econômico com o controle da inflação e sem o “alto custo social” (Brasil, 1962).

Para que se tenha uma dimensão, na época (1962), o maior grau de autonomia possível para uma entidade de direito público consistia em ter natureza de autarquia, o que foi apontado pela Procuradoria do BCB como “administrativa e politicamente igual a ou maior do que a “autonomia’ que hoje a LC n. 179, de 2021, confere ao BCB, no atual contexto, em que vários setores da atividade econômica são regulados por agências dotadas de autonomia e dirigidas por autoridades com mandatos fixos” (BCB, 2021).

Esse cenário de discussão nacional e internacional precedeu à criação da SUMOC e, como exposto adiante, do BCB, sendo que a autonomia e a proteção da instituição em relação às pressões políticas foram consideradas pelos legisladores.

3.2 Criação do BCB até a atribuição de autonomia *de jure*

Em continuidade ao objetivo delimitado em 1945 – criação da SUMOC –, foi constituído o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o BCB (Brasil, 1964). À nova autoridade monetária, organizada sob a forma de autarquia, foi concedido o privilégio na emissão de moeda e na supervisão de instituições financeiras, além outras funções, devendo cumprir as “disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional” – art. 9º da Lei 4.595/1964 (Brasil, 1964).

A partir da criação do BCB, a administração do Sistema Financeiro Nacional foi dividida entre duas autoridades monetárias. A primeira era que o BCB regularia a moeda e sua emissão e seria responsável pela política monetária e creditícia elaborada pelo CMN. A segunda era que o Banco do Brasil seria encarregado da movimentação de fundos relacionados com a execução orçamentária da União, inclusive de programa relacionado à defesa do crédito. Houve, então, conflito entre o escopo das autoridades monetárias, uma vez que competências típicas de bancos centrais foram atribuídas ao Banco do Brasil, sendo essa realidade alterada somente em 1986, quando deixou de ser autoridade monetária em razão das alterações constantes do Decreto n. 2.283 – revogado pelo Decreto n. 2.284 (Brasil, 1986).

Em adição a tal fato, foi extinta a Conta Movimento, por meio da qual o Banco do Brasil sacava do BCB reservas para custear despesas do Estado, o que lhe conferia capacidade emissora, sendo mais uma de suas funções, que consistia em ser banqueiro do governo, banco comercial e de fomento. Por meio da Conta Movimento, o excesso de gastos do governo foi financiado e provocou grande salto da dívida pública na década de 1980, havendo momentos em que o saldo dessa conta superou a base monetária (Vasconcellos, 2018).

Em 1964, o BCB era administrado por uma diretoria de quatro membros, sendo um deles presidente (Brasil, 1964). Passou a ser de cinco membros em 1967 (Brasil, 1967) e de seis em 1974, escolhidos pelo Conselho Monetário Nacional entre seus nove membros, e nomeados

pelo Presidente da República após a aprovação do Senado Federal (Brasil, 1974). A esses seis membros, atribuiu-se um mandato de sete anos, ou seja, maior e não coincidente com o mandato do Presidente da República, sendo admitida a recondução e vedada a exoneração *ad nutum* (Saddi, 1997). A composição do CMN também merece destaque para este estudo, uma vez que favorecia o poder de influência do BCB em suas deliberações, pois seis entre os nove membros com direito a voto “eram ligados à Diretoria do Banco Central, quatro desses seis por integrá-la efetivamente, na forma do art. 14 da LRB, e os outros dois por poderem vir a integrá-la” (Vasconcellos, 2018). Os três membros restantes eram o Ministro da Fazenda, o Presidente do Banco do Brasil e o então Presidente do então Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). A organização de forças no CMN dava ao Presidente do BCB a condição de se impor em relação ao Ministro da Fazenda, uma vez que as decisões do CMN eram tomadas com os votos da maioria, conforme admitido pelo próprio em depoimento (Nogueira, 1993).

Essa autonomia, contudo, não durou muito tempo. Em 1967, apesar de a duração dos mandatos dos membros do CMN e da diretoria do BCB ter sido ampliada de seis para sete anos (Brasil, 1967), o governo militar pretendia trocar os dirigentes do BCB (Vasconcellos, 2018) por nomes de sua preferência. Diante da realidade ditatorial da época, o então Presidente do Banco Central, Dênio Chagas Nogueira, afirmou que a diretoria do BCB foi compelida a renunciar:

A nós, por exemplo, foi colocada, é claro que não oficialmente, a seguinte alternativa: ou a renúncia ou a revogação da Lei 4.595. Aí seria muito pior, porque toda a estrutura que se tinha criado se perderia, e se voltaria ao que era antes, ao Banco do Brasil acumulando duas funções. Foi isso que levou a primeira diretoria do Banco Central a preferir renunciar, em defesa da instituição. Isso continuou durante alguns anos: a diretoria renunciava quando

o governo solicitava, para ser substituída por outra (Nogueira, 2019, p 197).

A previsão de mandatos fixos para os dirigentes do Banco Central foi suspensa em razão do Ato Institucional n. 5, editado em 1968. Pouco tempo depois, a Lei n. 6.045/1974 (Brasil, 1974) possibilitou expressamente a demissão *ad nutum* de diretores do BCB.

Outra medida que enfraqueceu os poderes inicialmente atribuídos consistiu nas mudanças promovidas na composição do CMN, de modo a aumentar o número de ministros e reduzir a representatividade do BCB (Vasconcellos, 2018). Essas mudanças se encerraram em 1994, com a edição da Medida Provisória n. 542/1994, do Plano Real (Brasil, 1994a), que dispôs sobre a composição do CMN que permanece até os dias atuais, com a participação dos Ministros da Fazenda e do Planejamento e do Presidente do BCB.

No art. 164, §§ 1º e 2º da Constituição de 1988 (Brasil, 1988), foi fixado que: (i) a competência para emitir moeda é privativa do BCB; (ii) o BCB não pode financiar o Tesouro Nacional, direta ou indiretamente; (iii) o BCB pode comprar e vender títulos de emissão do Tesouro, a fim de regular a oferta de moeda ou taxa de juros; e, (iv) no art. 52, inciso III, alínea *d*, que o Senado Federal tem competência privativa para aprovar a escolha de Presidente e diretores do Banco Central, nomeados pelo Presidente da República. Destaque-se que não foi prevista a subordinação do BCB a qualquer órgão específico. Pelo que se vê, especialmente diante do histórico exposto neste trabalho, o texto constitucional consagrou elementos constitutivos de um banco central autônomo (BCB, 2022), como resultado de um debate na Assembleia Nacional Constituinte (ANC), em que o posicionamento favorável à autonomia do BCB prevaleceu, sendo rechaçada a inclusão de texto normativo sobre mandato, em razão do entendimento de que isso poderia ser tratado em lei ordinária:

A interpretação histórica, por seu turno, permitiu verificar, sobretudo, que, no curso dos trabalhos da

Assembleia Nacional Constituinte (ANC) de 1987-1988, foi expressamente discutida como questão central, no tocante à organização do sistema monetário-financeiro do País, a atribuição, ou não, ao BCB de um perfil autônomo – como era o perfil com que a instituição havia contado até o recrudescimento do regime militar e o advento do AI-5, quando se intensificou a ingerência do Ministério da Fazenda (MF) sobre o BCB e se suspendeu a eficácia da regra legal atinente aos mandatos fixos dos dirigentes da instituição. Observou-se, então, que, ao desfecho dos debates havidos nas instâncias temáticas pertinentes da ANC, que eram a Subcomissão do Sistema Financeiro (SSF) e a Comissão do Sistema Tributário, Orçamento e Finanças (CSTOF) da Assembleia, prevaleceu posição francamente favorável à autonomia do BCB, materializada pela proposição de normas constitucionais relacionadas aos seguintes elementos autônômicos: (i) exclusividade do exercício da competência de emissão pelo BCB; (ii) vedação da concessão, mesmo indireta, de empréstimos seus ao Estado; (iii) vinculação da compra e venda de títulos públicos pelo BCB a propósitos de política monetária; (iv) ausência de previsão do CMN ou de qualquer outro órgão com algum tipo de ascendência específica sobre a atuação do BCB; (v) necessidade de prévia aprovação senatorial para a nomeação, pelo Presidente da República, do Presidente e dos Diretores do BCB; e (vi) especificação de mandatos de quatro anos para tais dirigentes. Observou-se também que, de tais elementos, apenas o referente à especificação do tempo de mandato dos citados dirigentes não se manteve até a promulgação da Carta de 1988, por ter sido considerado, já no âmbito da Comissão de Sistematização (CS) da ANC, mais afeito a disciplinamento no plano infraconstitucional. [...].

Com efeito, a única razão consignada pelo relator da CS [Comissão de Sistematização] para,

excepcionalmente, retirar do Anteprojeto de Constituição que aquela Comissão submeteria ao Plenário da ANC uma matéria aprovada por Comissão Temática da Assembleia – como a proposta, sufragada no âmbito da CSTOF, de que se especificasse, no próprio texto constitucional, a duração de quatro anos para o mandato dos dirigentes do BCB – foi o fato de se tratar de ‘matéria que pudesse ser reputada de nível da lei ordinária’ (Vasconcellos, 2018).

Embora a Constituição de 1988 admitisse a possibilidade de concessão de autonomia ao BCB, o legislador não editou legislação para que isso ocorresse até 2021. Entre 1999 e 2020, nenhum presidente ou diretor do BCB foi exonerado *ad nutum* pelo da República, apesar de, como se sabe, não haver mandato ou proteção (Schapiro, 2022). Ao mesmo tempo, entre 1971 e 2021, a Lei n. 6.045/1974 (Brasil, 1974) possibilitou a livre demissão de dirigentes do BCB. Essa manutenção de dirigentes do BCB nos respectivos cargos decorre da autonomia *de facto* consentida pelos Presidentes da República cujos governos não sofreram com a inflação, como ocorria antes do Plano Real. Chegou-se a elevar o cargo de Presidente do BCB ao status de ministro (Brasil, 2004) e o período foi marcado por gestões longevas da autoridade monetária (Vasconcellos, 2018). Essa calma se encerrou em decorrência de novas insatisfações econômicas na década de 2010, que levaram pessoas a promoverem protestos nas ruas, culminando com o *impeachment* de Dilma Rousseff. É no cenário de crise de confiança que a autonomia da autoridade monetária retorna à pauta do dia (Lima, 2001). Nesse contexto turbulento, a autonomia do BCB voltou aos holofotes, sendo pauta de debates e campanhas presidenciais, conforme mencionado na Introdução.

Assim se encerra o período pré-autonomia *de facto* do BCB. Em um ambiente reformista, a autonomia do BCB foi objeto de projetos de lei propostos pelo próprio Congresso Nacional e pelo Poder Executivo, sendo a pauta levada adiante e culminando na aprovação da Lei

Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021), que tornou a autoridade monetária autônoma *de jure*.

4 AUTONOMIA DO BCB PREVISTA NA LEI COMPLEMENTAR N. 179/2021

A Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021) trouxe importantíssimas inovações, atribuindo expressamente autonomia técnica, operacional, institucional e financeira ao BCB, de modo a reforçar o papel da instituição na execução da política monetária e na preservação da estabilidade da moeda, que se tornou o objetivo principal da autarquia. Além disso, definiu a autoridade monetária como autarquia de natureza especial, caracterizada pela ausência de vinculação a Ministério, de tutela ou de subordinação hierárquica.

A referida lei já foi objeto de arguição de inconstitucionalidade por meio da ADI 6.696 (Brasil, STF, 2022), na qual suscitaram-se alguns vícios formais de iniciativa e, no mérito, alegou-se que a instituição de mandatos fixos e a impossibilidade de exoneração *ad nutum* da diretoria do BCB violaria a Constituição. A ADI 6.696 (Brasil, STF, 2022) foi julgada improcedente, vencidos os Ministros Ricardo Lewandowski e Rosa Weber, que adotaram o fundamento de que a Lei Complementar n. 179/2021 deveria ter sido objeto de iniciativa do Presidente da República. O Ministro Luís Roberto Barroso foi o relator para o acórdão. O voto vencedor reconheceu a inexistência de vício de inconstitucionalidade formal e a existência de debate político acerca da autonomia do BCB, que se encerra nas visões políticas dos envolvidos e consiste em escolha do parlamento, sobre a qual cabe ao STF “ser deferente”. Houve consenso em relação à ideia de que a Constituição de 1988 não fixa a autonomia do banco central, mas também não a proíbe.

4.1 Objetivos a perseguir pelo BCB

O principal objetivo do BCB, conforme previsto na Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021), é a manutenção da estabilidade de preços. Esse objetivo reflete o compromisso da autoridade monetária com o controle da inflação, elemento central para a estabilidade econômica e social. A manutenção da estabilidade de preços protege a renda da população, especialmente a de baixa renda, que é mais vulnerável aos efeitos da inflação elevada, além de promover um ambiente favorável ao investimento e ao crescimento econômico.

Como outros objetivos, a lei atribui ao banco central brasileiro a competência para promover a estabilidade e eficiência do sistema financeiro, fomentar o pleno emprego e suavizar flutuações econômicas. Esses objetivos complementares reforçam o papel da instituição na condução de políticas que assegurem a solidez das instituições financeiras, evitem crises sistêmicas e contribuam para a eficiência e previsibilidade da economia brasileira. São objetivos comumente definidos para os bancos centrais autônomos, como se verifica no Federal Reserve (FED) – Sistema de Reserva Federal – e no Banco Central Europeu (BCE):

Dos modelos institucionais referidos, o Banco Central Europeu (BCE) é orientado pela lei a ‘salvaguardar a moeda’, o Federal Reserve System (FED) é instruído para buscar tanto o ‘emprego máximo’ quanto ‘preços estáveis’, e o Banco do Japão tem o objetivo de manter a estabilidade de preços e garantir o funcionamento suave e estável do sistema de pagamentos por meio de medidas, tais como ser o prestador de última instância. Em todos os casos, os objetivos da política monetária são definidos na legislação (Carneiro; Marodin, 2015).

Embora tenha sido estabelecida uma hierarquia entre os objetivos com a preservação do poder de compra da moeda como prioridade, não se trata de objetivos excludentes entre si, que podem ser trabalhados conjuntamente, conforme a experiência internacional demonstra. Assim, cumpre ao BCB adotar os instrumentos necessários para alcançar os objetivos e metas democraticamente estabelecidos.

4.2 Autonomias

A Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021) definiu o BCB como uma autarquia de natureza especial caracterizada pela autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira. Comumente, quando se refere à autonomia do banco central, é recorrente que as pessoas resumam o conceito à capacidade da autoridade de executar a política monetária com ou sem a intervenção política. Contudo, como se vê, a autonomia se ramifica em partes importantes para o bom funcionamento da autoridade monetária. Apesar de ter sido prevista na referida lei, a autonomia do BCB não está “completa”, de acordo com o ex-Presidente Roberto Campos Neto (Autonomia [...], 2024).

4.2.1 Operacional e administrativa

A autonomia operacional assegura a liberdade da diretoria do BCB para implementar suas políticas e utilizar os instrumentos necessários ao cumprimento de suas metas, como a definição da taxa básica de juros (Selic), intervenções no mercado cambial e controle da liquidez no sistema financeiro, em cumprimento às metas definidas pelo CMN. Isso é essencial para que o BCB atue de maneira ágil e eficaz, de acordo com o escopo de suas atribuições, em resposta a flutuações econômicas e crises financeiras, sem depender de aprovações externas, especialmente de natureza política.

A autonomia operacional está atrelada à autonomia administrativa. Por se tratar de uma autarquia, que tipicamente

tem prerrogativas para gerir-se internamente e editar normas no mesmo contexto, a autonomia administrativa pressupõe a gerência do patrimônio, da elaboração do próprio orçamento, organização das próprias regras de funcionamento. Com base nessa atuação, a autoridade monetária tem capacidade de exercer suas atividades “de acordo com os objetivos e parâmetros estabelecidos” (Saddi, 1997, p. 70).

4.2.2 Técnica

A autonomia técnica assegura que a diretoria do BCB baseie suas decisões exclusivamente em critérios técnicos e científicos, priorizando a estabilidade da moeda e do sistema financeiro. Isso permite que a instituição mantenha o foco em seu objetivo principal, além de outros objetivos secundários, como a suavização dos ciclos econômicos e o fomento ao pleno emprego. Assim, a atuação do BCB é protegida de pressões políticas ou interesses de curto prazo.

4.2.3 Financeira

A autonomia financeira, por sua vez, proporcionaria ao banco central gerir seus próprios recursos necessários para exercer suas funções sem depender de alocações orçamentárias do Poder Executivo. A gestão independente do orçamento e a proteção contra contingenciamentos assegurariam que a instituição tivesse capacidade de realizar investimentos, manter suas atividades e responder a crises financeiras de forma eficaz. A atribuição dessa autonomia pretendia reduzir a vulnerabilidade a interferências políticas e reforçar a capacidade do banco central de implementar políticas monetárias consistentes.

Embora tenha sido prevista na Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021), essa autonomia financeira não é realidade. Por exemplo, o governo pode interferir na destinação de verbas para custeio do

funcionamento e do desenvolvimento de atividades, o que tem movido extensos e acalorados debates na tramitação da PEC n. 65/2023 (Brasil, 2023), que prevê a concessão de autonomia orçamentária ao BCB e a transformação da autarquia em empresa pública.

4.3 Modelo de nomeação, exoneração e estabelecimento de mandatos fixos para presidente e diretoria não coincidentes com o mandato eleitoral do chefe do Poder Executivo

A Lei Complementar n. 179/2021 introduziu mandatos fixos de quatro anos, permitida a recondução, e não coincidentes para a diretoria do BCB. Isso garante a blindagem da diretoria e da instituição em relação a interferências políticas, permite a execução da política monetária com foco no horizonte em longo prazo e confere maior previsibilidade à gestão, afastando as tentações em curto prazo pelas quais os políticos normalmente são ávidos (Blinder, 1999). Essa medida representa um marco para a autonomia do BCB e para a persecução da estabilidade de preços no Brasil.

A nomeação do presidente e dos diretores do Banco Central continua a ser prerrogativa do Presidente da República, mas depende de aprovação pelo Senado Federal por maioria simples, reforçando o escrutínio legislativo e a transparência no processo. Por outro lado, a exoneração de dirigentes só pode ocorrer em situações específicas, como: solicitação pessoal; acometimento por enfermidade; condenação judicial transitada em julgado; e insuficiência de desempenho, cuja proposta de exoneração deve ser submetida pelo Conselho Monetário Nacional ao Presidente da República e está sujeita à avaliação do Senado.

Essas regras estabelecem, em tese, salvaguardas institucionais que fortalecem a autonomia do BCB, limitando a possibilidade de remoções arbitrárias que possam comprometer sua autonomia ou ser utilizada como instrumento de pressão política. Ou seja, o Poder Executivo passa a não ter o instrumento de demissão da diretoria

do BCB como um método de pressão para adequação da política monetária aos seus interesses.

A instituição de mandatos fixos promove uma separação clara entre a gestão técnica do BCB e o ciclo político. Essa mudança é essencial para a continuidade de políticas monetárias e financeiras não sofrer interrupções dadas as mudanças de governo a cada ciclo eleitoral e para o aumento da confiança dos agentes econômicos na autonomia do BCB, reduzindo incertezas em relação à execução da política monetária.

5 ANÁLISE QUANTO À SUFICIÊNCIA DA PROTEÇÃO DA DIRETORIA DO BCB PARA EXECUTAR A POLÍTICA MONETÁRIA COM INDEPENDÊNCIA EM RELAÇÃO A PRESSÕES POLÍTICAS DO GOVERNO DE TURNO

Uma vez que a escolha legislativa foi de que o BCB deve ser autônomo e protegido de pressões políticas, pretende-se, portanto, verificar se a proteção conferida à diretoria da autoridade monetária é adequada. Para isso, é importante rememorar que a escolha brasileira consiste: (i) na nomeação de diretores que tenham sido indicados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal; (ii) em mandatos fixos de quatro anos, não coincidentes com o ciclo eleitoral do chefe do Poder Executivo; e (iii) na impossibilidade de exoneração *ad nutum*, sendo necessária a configuração de desempenho insuficiente, mediante proposta de demissão feita pelo CMN ao Presidente da República e a aprovação senatorial.

Como instrumento para evitar a utilização da cadeira presidencial e seu poder decorrente para eventual perseguição política contra um diretor que não tenha adotado as medidas solicitadas pelo Poder Executivo, Saddi (1997, p. 220) sugere a possibilidade de conceder imunidade pessoal aos diretores para “atos ou ações de caráter estritamente funcional”, evitando que sejam processados no futuro. Por outro lado, é necessário cautela para não inflar os poderes

dos diretores, devendo a medida se limitar a riscos que decorram do regular exercício do cargo.

Outra possibilidade de interferência e ameaça à autonomia operacional do BCB consiste na utilização do orçamento para pressionar a autoridade monetária, haja vista que a disponibilização de menos recursos para custeio de sua atividade pode comprometer projetos em médio e longo prazo, bem como a realização de concursos para a contratação de novos servidores. Considerando que os debates sobre a PEC n. 65/2023 (Brasil, 2023) estão em curso, a proteção à autoridade monetária pode ser ampliada em breve, com a materialização da autonomia financeira prevista na Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021).

O FED, que é a autoridade monetária dos Estados Unidos da América, tem uma estrutura descentralizada e é composta por quatro instituições, sendo regulado pelo *Federal Reserve Act* de 1913, que recebeu uma emenda em 1977 fixando os objetivos da autoridade monetária de maneira muito semelhante à Lei Complementar n. 179/2021. Os objetivos consistem em “promover as metas de emprego máximo, estabilidade de preços e taxas de juros moderadas de longo prazo” (Tokic, 2018, p. 803).

De acordo com a legislação, parte dos diretores são indicados pelo Presidente e estão sujeitos à aprovação pelo Senado, para que se inicie, então, um mandato de 14 anos (Saddi, 1997). A exoneração do Presidente e da diretoria pode ocorrer apenas por *cause* (causa justificada), uma formulação jurídica que protege os dirigentes contra remoções arbitrárias. Embora o termo *cause* não seja detalhado na legislação, ele tem sido interpretado, ao longo do tempo, como situações que envolvem: (i) má conduta ou comportamento ético inadequado; (ii) incapacidade mental ou física para exercer o cargo; e (iii) atos ilegais ou criminosos. A remoção por motivos políticos, como discordâncias sobre políticas monetárias, não é considerada uma razão válida no contexto da autonomia do FED. Note-se que não há participação de órgão legislativo na exoneração. Até janeiro de 2025,

nenhum presidente ou diretor do FED foi exonerado do cargo por meio de um processo formal.

Por outro lado, durante seu mandato, o presidente Donald Trump criticou abertamente o presidente do FED, Jerome Powell (Jones; Matthijs, 2019). Trump chegou a sugerir publicamente que poderia demitir Powell por discordar das decisões do FED em relação ao aumento das taxas, mas a legislação que rege o FED limita a possibilidade de uma remoção sem causa, como má conduta ou incapacidade. Isso dificultou qualquer tentativa de demissão, já que desacordos políticos não se configuram como causas para a exoneração.

No caso do BCE, seu objetivo consiste na promoção da estabilidade de preços ou na salvaguarda da moeda (Carneiro; Marodin, 2015), sendo também possível apoiar as políticas econômicas gerais da comunidade, desde que contribuam para a realização de objetivos ligados ao desenvolvimento da atividade econômica, sustentabilidade, alto nível de emprego e proteção social, aumento da qualidade de vida e coesão social, por exemplo (Saddi, 1997). Seus dirigentes têm um mandato de oito anos, não renováveis para todos os cargos. A exoneração do presidente e dos diretores do BCE está prevista no Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE), especificamente no art. 14, § 2º (Tratado [...], 1957) ao estabelecer que os membros do Comitê Executivo do BCE, incluindo o presidente, podem ser destituídos apenas por “grave falta” (*grave misconduct*) e por decisão do Tribunal de Justiça da União Europeia (Tratado [...], 2016). Assim, a exoneração só pode ocorrer por razões muito específicas, garantindo sua autonomia diante das pressões políticas. Não há intervenção direta de órgãos legislativos – como o Parlamento Europeu – no processo de exoneração.

6 CONCLUSÃO

A proteção conferida aos mandatos da diretoria do BCB, estabelecida pela Lei Complementar n. 179/2021, reflete um movimento adotado pelas autoridades monetárias dos Estados Unidos da América e pela União Europeia, que também restringem a exoneração de seus dirigentes a casos específicos, com causa bem delimitada.

A comparação com esses dois modelos possibilitou confirmar a pertinência do modelo brasileiro instituído pela Lei Complementar n. 179/2021, para garantir a autonomia do BCB na condução da política monetária.

Apesar de ter sido verificado que a ausência de autonomia orçamentária ainda se apresenta como meio de pressão do Poder Executivo sobre a autoridade monetária, concluiu-se que sua influência é muito menor, haja vista que, apesar de provocar limitações na atuação do BCB, não representa ameaça à manutenção do Presidente ou dos Diretores nos respectivos cargos. Nas breves experiências em que foi possível identificar o teste da proteção conferida à diretoria do BCB, verificou-se que, apesar das investidas do Poder Executivo, o Presidente manteve-se no cargo até o final de seu mandato.

A eficácia dessa proteção foi testada no caso do ex-Presidente Roberto Campos Neto, que, apesar das pressões políticas sofridas, permaneceu no cargo, reforçando a importância dessa autonomia para a estabilidade da política monetária e para a confiança no alcance dos objetivos da autoridade monetária.

Para novas etapas de pesquisa, pode-se avaliar os efeitos do mecanismo estudado no mandato dos próximos presidentes da autoridade monetária, debater sobre a viabilidade de atribuir-lhe autonomia orçamentária e a respeito dos possíveis modelos que podem ser utilizados nesse propósito.

REFERÊNCIAS

AMORIM, Felipe. *Fux compara propaganda de Dilma contra Marina em 2014 a fake news*. 13 ago. 2018. Disponível em: <https://noticias.uol.com.br/politica/eleicoes/2018/noticias/2018/08/13/fux-compara-propaganda-de-dilma-em-2014-a-fake-news.htm>. Acesso em: 6 jan. 2025.

AUTONOMIA do BC não está completa, diz Campos Neto. 21 out. 2024. Disponível em: <https://www.poder360.com.br/poder-economia/autonomia-do-bc-nao-esta-completa-diz-campos-neto/>. Acesso em: 13 jan. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Parecer Jurídico 169/2021-BCB/PGBC, de 18 de março de 2021. *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central do Brasil*, Brasília, v. 15, n. 1, 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Taxas de juros básicas: histórico*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 8 jan. 2025.

BLINDER, Alan S. *Bancos centrais: teoria e prática*. Tradução de Maria Abramo Caldeira Brant. São Paulo: Ed. 34, 1999.

BOLSONARO furou teto de gastos em R\$ 795 bi em 4 anos de governo. *BBC News Brasil*, 17 nov. 2022. Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/brasil-63653642>. Acesso em: 8 jan. 2025.

BRASIL. [Constituição (1988)]. Constituição da República Federativa do Brasil. Texto constitucional de 5 de outubro de 1988 com as alterações adotadas por emendas constitucionais de revisão. *Diário Oficial da União*, Brasília, 5 out. 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 24 dez. 2024.

BRASIL. Decreto n. 11.036, de 22 de dezembro de 2004. Altera disposições das Leis n. 10.683, de 28 de maio de 2003, e 9.650, de 27 de maio de 1998, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 23 dez. 2004. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/L11036.htm. Acesso em: 1º dez. 2024.

BRASIL. Decreto-Lei n. 7.293, de 2 de fevereiro de 1945. Cria a Superintendência da Moeda e do Crédito, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Rio de Janeiro, 3 fev. 1945. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/del7293.htm. Acesso em: 1º dez. 2024.

BRASIL. Emenda Constitucional n. 123, de 14 de julho de 2022. Altera o art. 225 da Constituição Federal para estabelecer diferencial de competitividade para os biocombustíveis; inclui o art. 120 no Ato das Disposições Constitucionais Transitórias para reconhecer o estado de emergência decorrente da elevação extraordinária e imprevisível dos preços do petróleo, combustíveis e seus derivados e dos impactos sociais dela decorrentes; [...]. *Diário Oficial da União*, Brasília, 15 jul. 2022. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc123.htm. Acesso em: 26 dez. 2024.

BRASIL. Lei Complementar n. 179, de 24 de fevereiro de 2021. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 fev. 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 12 out. 2024.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília 31 dez. 1964, retificado em 3 fev. 1965. Disponível em: Acesso em: 12 out. 2024.

BRASIL. Lei n. 5.362, de 30 de novembro de 1967. Modifica artigos da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964 que dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 1º dez. 1967. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/15362.htm. Acesso em: 30 dez. 2024.

BRASIL. Lei n. 6.045, de 15 de maio de 1974. Altera a constituição e a competência do Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 16 maio 1974. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16045.htm. Acesso em: 30 dez. 2024.

BRASIL. Medida Provisória n. 168, de 15 de março de 1990. Institui o cruzeiro, dispõe sobre a liquidez dos ativos financeiros e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 16 mar. 1990 (publicação original). Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/1990/medidaprovisoria-168-15-marco-1990-370736-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 4 jan. 2025.

BRASIL. Medida Provisória n. 542, de 30 de junho de 1994. Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para conversão das obrigações para o Real, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 30 jun. 1994a (publicação original). Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/1994/medidaprovisoria-542-30-junho-1994-375071-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 4 jan. 2025.

BRASIL. Mensagem n. 187, de 1994-CN (n. 499/1994, na origem). *Diário do Congresso Nacional*, Brasília, ano XLIX, n. 32, 21 jul. 1994b, p. 2.647-2.661. Disponível em: <http://legis.senado.leg.br/diarios/PublicacoesOficiais>. Acesso em: 7 jan. 2025.

BRASIL. Presidência da República. *Plano trienal de desenvolvimento econômico e social: 1963-1965* (síntese). Brasília: Departamento de Imprensa Nacional, 1963, dez. 1962. Disponível em: <https://bibliotecadigital.economia.gov.br/handle/777/15>. Acesso em: 4 jan. 2025.

BRASIL. Senado Federal. *Proposta de Emenda à Constituição n. 65, de 2023*. Dispõe sobre o regime jurídico aplicável ao Banco Central. Brasília: Senado Federal, 2023. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9513915&ts=1734612514984&disposition=inline>. Acesso em: 6 jan. 2025.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (STF). Objetivo: Declarar inconstitucional a Lei Complementar 179/2021, que define os objetivos do Banco Central do Brasil (Bacen), sua autonomia e a nomeação de seus membros. Ação direta de inconstitucionalidade n. 6.696. Rel. Min. Ricardo Lewandowski. Julg. *Diário de Justiça* n. 20, 4 fev. 2022. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/servicos/dje/listarDiarioJustica.asp?tipoPesquisaDJ=AP&classe=ADI&numero=6696#>. Acesso em: 8 jan. 2025.

BRITO, Ricardo. Bolsonaro diz acreditar que, com deflação, BC comece a reduzir taxa de juros. 30 ago. 2022. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2022/08/30/bolsonaro-diz-acreditar-que-com-deflacao-bc-comece-a-reduzir-taxa-de-juros.htm>. Acesso em: 8 jan. 2025.

CARNEIRO, Eduardo Victor Pontes Carneiro; MARODIN, Fabrizio Almeida. Considerações sobre a autonomia do Banco Central do Brasil. *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central*, Brasília, v. 1, n. 9, jun. 2015.

CARVALHO, Carlos Eduardo. OLIVEIRA, Giuliano Contento de Oliveira. MONTEIRO, Marcelo Balloti. *O Banco Central do Brasil*:

institucionalidade, relações com o Estado e com a sociedade civil, autonomia e controle democrático. Texto para discussão n. 1.518 IPEA. Rio de Janeiro, dez. 2010. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1563/1/TD_1518.pdf. Acesso em: 13 out. 2024.

CUKIERMAN, Alex; WEBB, Steven B.; NEYAPTI, Bilin. Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, v. 6, n. 3, p. 353-398, 1992. Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/797831468739529187/pdf/multi-page.pdf>. Acesso em: 7 jan. 2025.

DEBELLE, G.; FISCHER, S. How Independent Should a Central Bank Be? Proceedings of the Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, p. 195- 225, 1994.

DILMA rebate Serra e defende autonomia do Banco Central. *G1*, Política, 10 maio 2010, atualizado em 12 maio 2010. Disponível em: <http://g1.globo.com/politica/noticia/2010/05/dilma-rebate-serra-e-defende-autonomia-do-banco-central.html>. Acesso em: 8 jan. 2025.

FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. *A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)*. Rio de Janeiro: Zahar, 2017.

GARRIGA, Ana Carolina. Central bank independence in the world: A new data set. *International Interactions*, v. 42, n. 5, p. 849-868, 2016.

JONES, Erik; MATTHIJS, Matthias. Rethinking Central-Bank Independence. *Journal of Democracy*, v. 30, n. 2, p. 127-141, abr. 2019. HeinOnline.

LABONTE, M.; MAKINEN, G.E. Central bank independence and economic performance: what does the evidence show?. Central Banking: Economic Considerations and Policy Goals. 2012. p. 1-34. HeinOnline.

LEAGUE OF NATIONS. *Brussels Financial Conference 1920: the recommendations and their application: a review after two years*, Volume I. Geneva: League of Nations, 1922, p. 224-225 (itens III, IV e XIV das “Resoluções propostas pela Comissão sobre Moeda e Câmbio e adotadas à unanimidade pela Conferência”). Disponível em: <https://archive.org/stream/brusselsfinancia00leaguoft#page/220/mode/2up>. Acesso em: 9 jan. 2025.

LIMA, Sônia Rabello Filgueiras. *A autonomia do Banco Central do Brasil: as tensões que obstruíram a sua formalização no governo FHC*. 2006. Disponível em: <http://repositorio2.unb.br/bitstream/10482/2212/1/Dissert%20%20SONIA%20RABELLO%20FILGUEIRAS%20LIMA.pdf>. Acesso em: 14 out. 2024.

LULA volta a criticar Campos Neto e diz que ainda vai definir novo presidente do BC. *Veja*, São Paulo, 22 jul. 2024. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/lula-volta-a-criticar-campos-neto-e-diz-que-ainda-vai-definir-novo-presidente-do-bc>. Acesso em: 6. jan. 2025.

MENDES, Antonio Manuel Teixeira; VENTURI, Gustavo. Eleição presidencial: o Plano Real na sucessão de Itamar Franco. *Opinião Pública*, v. 2, n. 2, p. 59-72, 1994.

NOGUEIRA, Dênio Chagas. *Dênio Nogueira: depoimento*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2019 (Coleção História Contada do Banco Central do Brasil, v. 3). Disponível em: https://www.bcb.gov.br/historiacontada/publicacoes/hc_bc_volume_3_denio_nogueira.pdf. Acesso em: 6 jan. 2025.

SADDI, Jairo. *O poder e o cofre: repensando o banco central*. São Paulo: Textonovo, 1997.

SCHAPIRO, Mario G. As bases jurídico-institucionais da autonomia operacional do Banco Central do Brasil-1999-2020. *Revista Direito e Práxis*, v. 15, n. 01, p. e63379, 2022.

SEGALOTTO, Jean-Francois; ARNONE, Marco; Laurens, Bernard. The measurement of Central Bank autonomy: survey of models, indicators, and empirical evidence. International Monetary Fund: Washington D.C. *IMF Working Papers*. 06/227. 2006. Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/2006-227.html>. Acesso em: 6 jan. 2025.

SIMONSEN, Mario Henrique. Aspectos técnicos do Plano Collor. *Revista Brasileira de Economia*, v. 45, p. 113-128, 1991. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rbe/article/view/483/7586>. Acesso em: 7 jan. 2025.

TOKIC, Damir. Central bank independence and deflation. *Public Administration Review*, v. 78, n. 5, set./out. 2018, p. 803-808. HeinOnline.

TRATADO sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE), de 25 de março de 1957. *Jornal Oficial da União Europeia*, p. 49-199, 7 jun. 2016. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9e8d52e1-2c70-11e6-b497-01aa75ed71a1.0019.01/DOC_3&format=PDF. Acesso em: 4 jan. 2025.

VASCONCELOS, Rafael Bezerra Ximenes de. *Autonomia do banco central: um comando constitucional ignorado*. 2018. 547 f. Orientador: Prof. Dr. Ivo Teixeira Gico Jr. Dissertação (Mestrado em Direito) – Centro Universitário de Brasília (UnICEUB), Brasília, 2018. Acesso em: 6 jan. 2025.

WACHTEL, Paul; BLEJER, Mario I. A Fresh Look at Central Bank Independence. *Cato Journal*, v. 40, n. 1, p. 105-132, 2020. Disponível em: <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/2020-02/cj-v40n1-7.pdf>. Acesso em: 6 jan. 2025.

CAPÍTULO 5

INFRAESTRUTURAS TECNOLÓGICAS PÚBLICAS COMO BENS PÚBLICOS DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

Aristides Andrade Cavalcante Neto

Mestre em Gestão Empresarial pela Escola Brasileira de Administração Pública da Fundação Getúlio Vargas. Especialista em Gestão Estratégia da Informação pela Associação de Ensino Unificado do Distrito Federal. Bacharel em Ciência da Computação pela Universidade Federal do Ceará.

SUMÁRIO: 1 Introdução. 2 Infraestruturas tecnológicas públicas. 3 Projeto SALT: explorando inovações tecnológicas para promoção da resiliência. 4 Laboratório de Inovações Financeiras e Tecnológicas (LIFT). 5 Sistema de Pagamentos Instantâneos brasileiro (Pix). 6 Estudos iniciais sobre moedas digitais emitidas por banco central (CBDC). 7 O projeto-piloto Drex. 8 *Open Finance*: compartilhamento de dados e integração de serviços. 9 Conclusão. Referências.

Resumo

Este trabalho foi desenvolvido para demonstrar a função de bem público das infraestruturas tecnológicas criadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) no intuito de oferecer o Sistema de Pagamentos Instantâneos brasileiro (Pix) e o *Open Finance* no mercado nacional em decorrência de seus benéficos efeitos para a população brasileira, como a maior competição, a redução de custos e o incremento da inclusão financeira. Além de dados quantitativos e qualitativos de ambas as infraestruturas, também foram apresentados estudos realizados pelo BCB, inclusive os que contaram com a participação da iniciativa privada. Tal estratégia exigiu que fossem conceituados e abordados quanto ao funcionamento: o Sistema Alternativo de Liquidação de Transações (SALT), o Laboratório de Inovações Financeiras e Tecnológicas (LIFT), o Pix, o *Open Banking*, o *Open*

Finance e o Drex. Como resultado, concluiu-se que o sucesso do Pix e do *Open Finance* é a governança que os suporta – no caso, conduzida pelo regulador estatal, dotado de maior capacidade para aparar conflitos de interesses e promover ambiente competitivo e inclusivo, sendo a interoperabilidade essencial para incrementar a competição e os efeitos que dela decorrem, como a redução de custos de transação e a ampliação da liberdade do usuário para escolher o prestador de serviço que quer contratar.

Palavras-chave: Infraestruturas tecnológicas. Bens públicos. SALT. LIFT. Pix. *Open Banking*. *Open Finance*. Drex. CBDC.

1 INTRODUÇÃO

A evolução das infraestruturas tecnológicas tem desempenhado um papel crucial na transformação do sistema financeiro global, e o Brasil não é exceção. A implementação de sistemas de pagamento instantâneo, como o Pix, desenvolvido pelo Banco Central do Brasil (BCB), e a iniciativa de *Open Finance* exemplificam como a tecnologia pode ser utilizada para promover a competição e a inclusão financeira. Neste capítulo explora-se a importância dessas infraestruturas tecnológicas como bens públicos, destacando seus impactos na redução de custos, aumento da eficiência e promoção de um ambiente financeiro mais inclusivo e competitivo.

Uma infraestrutura pública de pagamento, como o Pix, baseia-se no papel fundamental do banco central de promover interoperabilidade entre provedores de serviços de pagamento, reduzindo os custos para empresas e famílias. Desde seu lançamento em novembro de 2020, o Pix registrou uma adoção significativa, com mais de 90% da população adulta brasileira tendo já utilizado o sistema. Essa ampla aceitação ilustra o potencial das infraestruturas tecnológicas para transformar o mercado de pagamentos, tornando-o mais acessível e eficiente.

Paralelamente, a iniciativa de *Open Finance* no Brasil visa criar uma infraestrutura pública para o compartilhamento de informações e a conexão de serviços financeiros. Ao permitir que diferentes instituições financeiras compartilhem dados de forma

segura e padronizada, o *Open Finance* promove a competição e a inclusão no sistema financeiro brasileiro. Essa abordagem facilita o desenvolvimento de novos produtos e serviços financeiros, beneficiando tanto os consumidores quanto as empresas.

A experiência brasileira com o Pix e o *Open Finance* oferece lições valiosas para outras economias emergentes e avançadas que enfrentam desafios semelhantes em seus sistemas financeiros. A adoção de infraestruturas tecnológicas como bens públicos pode promover maior competição, reduzir custos e aumentar a inclusão financeira, contribuindo para um desenvolvimento econômico mais equitativo e sustentável. Neste capítulo, buscase resgatar o desafio da implementação dessas infraestruturas, analisando alguns aspectos relevantes para o sucesso delas, fornecendo uma visão abrangente sobre o papel das infraestruturas tecnológicas no fortalecimento do sistema financeiro brasileiro.

2 INFRAESTRUTURAS TECNOLÓGICAS PÚBLICAS

A criação de infraestruturas tecnológicas públicas é fundamental para a promoção da inovação e da competição no setor financeiro, uma que atuam como pilares essenciais para a criação de uma rede de negócios, gerando efeitos econômicos positivos decorrentes do efeito de rede. Quando uma infraestrutura tecnológica é amplamente adotada, ela pode criar um ambiente no qual novos serviços e produtos financeiros podem ser desenvolvidos e oferecidos de maneira eficiente. Isso ocorre porque a infraestrutura pública proporciona uma base comum sobre a qual diferentes provedores de serviços podem operar, facilitando a interoperabilidade e a integração de novos participantes no mercado (Duarte *et al.*, 2022).

Infraestruturas tecnológicas providas pelo setor privado, no entanto, podem gerar efeitos negativos. Se houver apenas uma infraestrutura tecnológica governada e provida por um ente privado, pode-se criar um monopólio privado, com consequências adversas para a competição, eficiência e preços ao consumidor final. Um monopólio privado pode levar à cobrança de taxas elevadas e à

imposição de condições desfavoráveis para os usuários, além de limitar a inovação, dada a falta de concorrência. Por outro lado, se houver várias infraestruturas tecnológicas privadas, pode-se ter uma fragmentação do mercado, resultando em custos elevados de interoperabilidade, ineficiências operacionais e preços mais altos para o consumidor final. A fragmentação dificulta a integração entre diferentes sistemas, aumentando os custos de transação e reduzindo a eficiência geral do mercado (Duarte *et al.*, 2022).

A abordagem de infraestruturas tecnológicas públicas, como analisado nos casos percorridos ao longo deste capítulo, pode trazer efeitos positivos significativos na promoção da competição no provimento de serviços financeiros. O *Open Finance*, por exemplo, ao permitir a integração e o compartilhamento de dados entre diferentes instituições financeiras, promove a competição ao facilitar a entrada de novos participantes no mercado e ao permitir que os consumidores escolham os serviços que melhor atendem às suas necessidades. Da mesma forma, o Pix, como uma infraestrutura pública de pagamentos instantâneos, reduziu significativamente os custos de transação e aumentou a inclusão financeira, permitindo que maior número de pessoas e empresas participem do sistema financeiro digital (Duarte *et al.*, 2022).

Assim, conforme será abordado neste capítulo, buscou-se demonstrar que a criação de infraestruturas tecnológicas públicas é uma estratégia eficaz para promover a inovação e a competição no setor financeiro. Ao fornecer uma base comum e interoperável, essas infraestruturas facilitam a entrada de novos participantes no mercado, reduzem os custos de transação e aumentam a eficiência geral do sistema financeiro. Além disso, ao evitar os efeitos negativos associados a monopólios privados e à fragmentação do mercado, as infraestruturas públicas contribuem para a criação de um ambiente mais justo e inclusivo, promovendo a inclusão financeira e beneficiando consumidores e empresas (Duarte *et al.*, 2022).

3 PROJETO SALT: EXPLORANDO INOVAÇÕES TECNOLÓGICAS PARA PROMOÇÃO DA RESILIÊNCIA

O Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) é uma infraestrutura pública essencial para a economia do País, composta por um conjunto de regras, procedimentos e sistemas que permitem a transferência de fundos, a liquidação de operações com ativos financeiros e a compensação de pagamentos. O SPB é gerido e operado pelo BCB e inclui diversas infraestruturas do mercado financeiro (IMFs) e arranjos de pagamento, como o Pix e os cartões de crédito. A eficiência e a segurança do SPB são fundamentais para a estabilidade financeira e para a confiança dos agentes econômicos nas transações diárias (BCB, 2024d).

O Sistema de Transferência de Reservas (STR) é o componente central do SPB, responsável pela liquidação final de todas as obrigações financeiras no Brasil. Operado pelo BCB, o STR realiza a liquidação bruta em tempo real (LBTR), processando e liquidando transações individualmente e de forma irrevogável. Isso significa que, uma vez realizada, uma transação no STR não pode ser desfeita, exceto por meio de nova transação em sentido contrário. A robustez e a confiabilidade do STR são cruciais para garantir a solidez do sistema financeiro e evitar riscos sistêmicos que possam comprometer a economia nacional (BCB, 2024e).

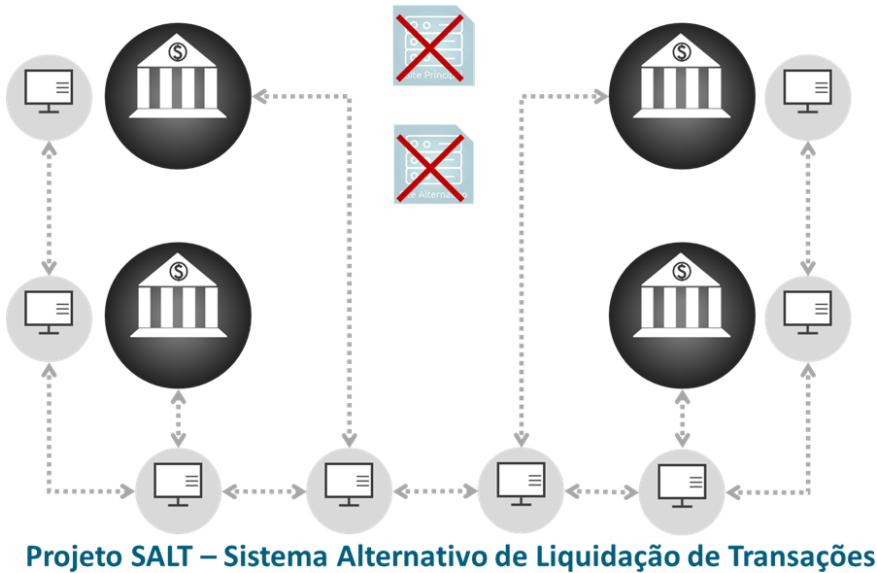
A criticidade do STR para a economia brasileira se reflete na sua capacidade de assegurar a continuidade da prática de atos e negócios envolvendo recursos financeiros¹ mesmo em situações de crise. O STR permite a transferência de fundos entre participantes – sejam eles instituições financeiras, sejam clientes – de maneira rápida e segura, o que é vital para a liquidez do sistema financeiro. Além disso, o STR contribui para a sua eficiência ao reduzir custos operacionais e aumentar a transparência dos atos praticados. A confiança no STR e no SPB é um pilar fundamental para a estabilidade econômica e para

¹ A seguir, também designados “operações financeiras”, para facilitar o desenvolvimento do discurso.

o funcionamento eficiente dos mercados financeiros no Brasil (Souza *et al.*, 2024).

Com o objetivo de explorar novas tecnologias para aumentar a resiliência do STR, o BCB iniciou, entre 2016 e 2017, uma prova de conceito utilizando a tecnologia de *Distributed Ledger Technology* (DLT) para desenvolver um sistema alternativo ao STR, denominado Sistema Alternativo de Liquidação de Transações (SALT). A motivação para a adoção dessa iniciativa surgiu entre 2015 e 2016, quando diversas inovações tecnológicas com potencial disruptivo para o sistema financeiro começaram a ser percebidas. Entre essas tecnologias, a DLT destacou-se por seu potencial de transformar o papel das Infraestruturas do Mercado Financeiro (IMFs) e dos bancos centrais. O objetivo do projeto SALT era criar um sistema de contingência para o STR, garantindo a continuidade das operações financeiras em cenários catastróficos (BCB, 2017).

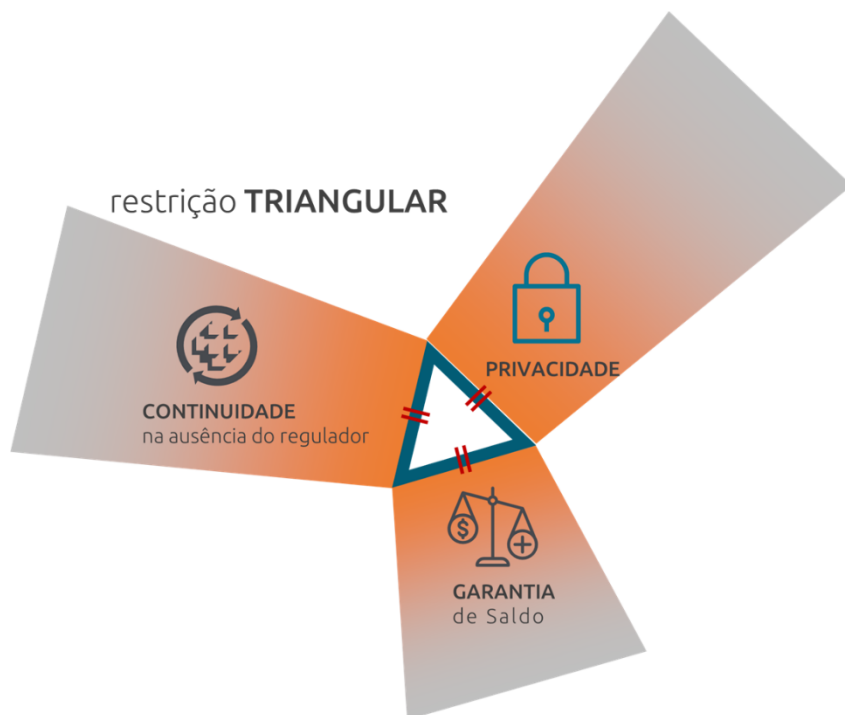
Figura 1 – Projeto SALT.



Fonte: Cavalcante Neto; Almeida, 2025.

O projeto SALT foi concebido para funcionar como um sistema alternativo que poderia funcionar mesmo na ausência do regulador. A ideia era de que, em um cenário catastrófico em que os dois *datacenters* do BCB estivessem fora de funcionamento, um sistema descentralizado utilizando uma infraestrutura mínima distribuída pelo País pudesse manter as atividades essenciais. O foco principal do SALT era garantir a continuidade das operações financeiras, a privacidade das partes nelas envolvidas e a garantia de saldo, de forma a preservar o bem público gerado pelo SPB. Os resultados técnicos da prova de conceito, no entanto, revelaram uma restrição triangular, em que apenas dois dos três requisitos poderiam ser atendidos simultaneamente: na ausência do Banco Central do Brasil, privacidade, garantia de saldo e continuidade (BCB, 2017).

Figura 2 – Restrição triangular da tecnologia DLT.



Fonte: Cavalcante Neto; Almeida, 2025.

A prova de conceito do SALT mostrou que a DLT ainda estava em processo de maturação, com limitações de escalabilidade e privacidade, além da falta de ferramentas robustas para gestão, monitoramento e governança da rede. Apesar dessas limitações, o projeto demonstrou que a DLT poderia ser uma alternativa para contingência do STR, oferecendo benefícios em termos de segurança e resiliência. No entanto, os ganhos de uma nova solução para o sistema interbancário, e consequentemente para o País, não seriam tão significativos quanto os ganhos potenciais de uma nova infraestrutura tecnológica para pagamentos instantâneos de varejo (BCB, 2017).

Um dos principais aprendizados do projeto SALT foi a importância da colaboração com o setor privado. O BCB percebeu que não poderia explorar novas tecnologias de forma isolada, usando somente recursos próprios, em diferentes casos de uso. Estabelecer uma colaboração com o setor privado seria crucial, não apenas para explorar diferentes casos de uso, mas principalmente para entender como o setor privado poderia utilizar essas novas tecnologias.

4 LABORATÓRIO DE INOVAÇÕES FINANCEIRAS E TECNOLÓGICAS (LIFT)

Com o objetivo de endereçar o desafio de criar um ambiente colaborativo com o setor privado para explorar inovações tecnológicas em diferentes casos de uso, incluindo a necessidade de avaliar novas infraestruturas tecnológicas, o BCB lançou, em 2018, o Laboratório de Inovações Financeiras e Tecnológicas (LIFT). O LIFT permite que *startups*, empreendedores e instituições reguladas submetam propostas de projetos e provas de conceito alinhadas com a agenda estratégica do BCB, cujo desenvolvimento ocorre em um período de três meses, com o apoio de sociedades empresárias que oferecem suas tecnologias inovadoras gratuitamente em um ambiente de nuvem para acelerar esses experimentos (BCB, 2018).

Figura 3 – Ecossistema do Laboratório de Inovações Financeiras e Tecnológicas (LIFT).



Fonte: LIFT, 2025.

Na primeira edição do LIFT, foram recebidas 79 propostas e selecionados 18 projetos, dos quais 5 eram sobre pagamentos instantâneos de varejo e 3 deles utilizavam a tecnologia DLT ou aplicavam o conceito de moeda digital de banco central – *Central Bank Digital Currency* (CBDC) –, abordagem que embutia a necessidade de nova infraestrutura tecnológica pública. A escolha desses projetos foi motivada pela compreensão de que havia a necessidade de digitalizar os pagamentos de varejo, demanda urgente da sociedade brasileira, tornando-os mais baratos, rápidos, acessíveis e seguros para a sociedade. A pandemia de COVID-19 tornou essa necessidade ainda mais evidente, destacando-se a importância de se desenvolverem soluções rápidas e eficientes para atender às necessidades da população (BCB, 2018).

Os aprendizados do primeiro ciclo do LIFT foram significativos. Primeiramente, identificou-se que havia muitas incertezas sobre

um modelo de CBDC para pagamentos instantâneos de varejo e a infraestrutura tecnológica para suportá-lo. Até hoje, não há um modelo mundial de referência para usar uma CBDC como sistema de pagamento instantâneo de varejo. Além disso, observou-se que a digitalização dos pagamentos de varejo era uma demanda urgente da população. Por fim, constatou-se que, para a população, a forma digital da moeda – ou, em outras palavras, a tecnologia utilizada na infraestrutura tecnológica do sistema de pagamento – fazia pouca diferença; o que importava era uma solução que atendesse às suas necessidades (BCB, 2018).

Outro aprendizado importante foi a percepção dos benefícios gerados por uma solução de pagamento instantâneo de varejo. Para enfrentar o desafio da digitalização dos pagamentos de varejo, qualquer solução deveria gerar dois valores críticos: um sistema amplamente acessível para toda a população, especialmente para as classes de baixa renda, e uma infraestrutura tecnológica pública doméstica que integrasse todos os agentes do sistema financeiro e permitisse o fluxo rápido de recursos e sem custo para os cidadãos. Esses valores são percebidos pela população quando utilizam dinheiro em papel. A emissão de uma CBDC é uma das opções avaliadas pelos bancos centrais para enfrentar esse desafio. Considerando, contudo, as incertezas identificadas no uso de CBDC, os aprendizados do LIFT foram fundamentais na concepção e no desenho da infraestrutura tecnológica do sistema de pagamentos instantâneos brasileiro (Pix) (BCB, 2018).

5 SISTEMA DE PAGAMENTOS INSTANTÂNEOS BRASILEIRO (PIX)

A criação do Sistema de Pagamentos Instantâneos do BCB, conhecido como “Pix”, foi um marco significativo na modernização do sistema financeiro brasileiro. É preciso destacar, entretanto, avanços anteriores que permitiram a maximização dos benefícios advindos com o PIX. O primeiro marco para essa transformação foi

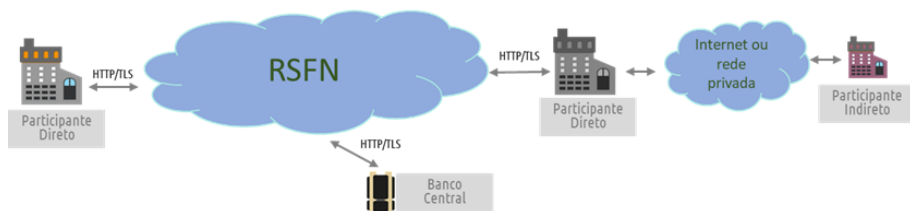
a Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013), que regulamentou as instituições de pagamento. Essa legislação permitiu a criação de um novo tipo de provedor de serviços de pagamento, conhecido como “instituição de pagamento” (IP), que oferece contas de pagamento em que 100% dos depósitos podem ser mantidos em títulos públicos, custodiados no banco central. Esse modelo, semelhante ao conceito de uma conta baseada em CBDC sintética, aumentou significativamente o número de brasileiros com algum tipo de conta, seja bancária, seja de pagamento. Atualmente, mais de 90% dos brasileiros adultos possuem uma conta de pagamento ou bancária, o que representa um avanço significativo na inclusão financeira (BCB, 2013).

A implementação da infraestrutura tecnológica do Pix apresentou desafios consideráveis em termos de arquitetura tecnológica, em razão dos rigorosos requisitos de desempenho, disponibilidade e escalabilidade. O sistema foi projetado para funcionar 24 horas por dia, 7 dias por semana, sem interrupções, com uma disponibilidade de 99,9% e um tempo de recuperação de 15 minutos. Além disso, o Pix precisa ser capaz de processar atualmente até 6 mil pagamentos ou transferências² por segundo, com um tempo máximo de conclusão de 10 segundos por cada um deles. Esses requisitos exigiram a construção de uma infraestrutura tecnológica robusta e resiliente, capaz de suportar altos volumes de registros de dados com garantir sua segurança e sua integridade (BCB, 2020).

2 Adiante também denominados “transações”, para permitir fluidez no desenvolvimento do discurso.

Figura 4 – Visão geral da infraestrutura do PIX.

PIX – Sistema de Pagamentos Instantâneos



Fonte: BCB, 2020.

Sob a perspectiva de provimento de infraestrutura tecnológica pública, os números apresentados pelo Pix são bastante desafiadores. É preciso, contudo, destacar que os números mais relevantes se referem aos benefícios gerados para a população brasileira. Somente em 2024, o Pix realizou 63,5 bilhões de pagamentos ou transferências. Em nível global, o Pix ficou somente atrás do *Unified Payments Interface* (UPI), o sistema de pagamentos da Índia, que realizou 172 bilhões de transações em 2024, apesar de a população indiana ser aproximadamente sete vezes maior que a brasileira. Ainda em 2024, o Pix movimentou aproximadamente R\$ 26,4 trilhões e integrando 876 provedores de contas de pagamento. Ainda ao fim de 2024, 163,4 milhões de pessoas já haviam utilizado o Pix. Esses números refletem a ampla adoção do sistema e sua capacidade de atender às necessidades de pagamento da população de forma rápida e eficiente (BCB, 2024c).

Como bem público para uma sociedade, os números mais notáveis do Pix referem-se à inclusão financeira e aos benefícios que ele promoveu. Mais de 70 milhões de brasileiros realizaram sua primeira transferência bancária utilizando o Pix. Em 2021, o papel-moeda aparecia como o meio de pagamento mais utilizado pelos brasileiros, sendo utilizado por 83,6% da população e o mais frequente para 42% dos entrevistados. Em 2024, o papel-moeda é utilizado por 68,9% da população, sendo o mais frequente para apenas 22%. Em

relatório de impacto econômico e inclusão financeira elaborado pela empresa ACI Worldwide em 2024, a consultoria estimou que o Pix gerou uma economia de R\$ 105 bilhões para consumidores e empresas, com expectativa que esse número atinja R\$ 254 bilhões em 2028. Esses números demonstram que o Pix não apenas facilitou as transações financeiras, mas também contribuiu para a redução do uso de dinheiro em espécie, promovendo uma economia mais digital e eficiente (BCB, 2024c).

Os desafios para o provimento de uma infraestrutura tecnológica pública como o Pix foram significativos, mas os aprendizados obtidos foram igualmente valiosos. Colocar em funcionamento uma infraestrutura pública 24x7 com acordos de níveis de serviços (SLA) altos e rígidos é um desafio enorme, que vai além da adoção de novas tecnologias. Requer novos processos e estruturas envolvidos com a prestação de diferentes serviços de tecnologia da informação (TI), como operações, central de atendimento e centro de operações de segurança, todos funcionando ininterruptamente. Essa é uma das principais preocupações demonstradas por bancos centrais ao avaliar promover uma infraestrutura tecnológica de pagamentos, sendo em várias jurisdições, delegada à iniciativa privada.

Além disso, a experiência com o Pix mostrou que uma única forma de dinheiro digital emitido pelo banco central pode não atender a todas as necessidades da sociedade. Assim como temos diferentes formas de comunicação digital hoje, diferentes formas de dinheiro digital emitidas pelo banco central – ou, em outras palavras, diferentes infraestruturas tecnológicas públicas – poderão coexistir. Com o objetivo de explorar que outras formas poderiam ser necessárias, o BCB constituiu um grupo de estudos sobre CBDC (BCB, 2021).

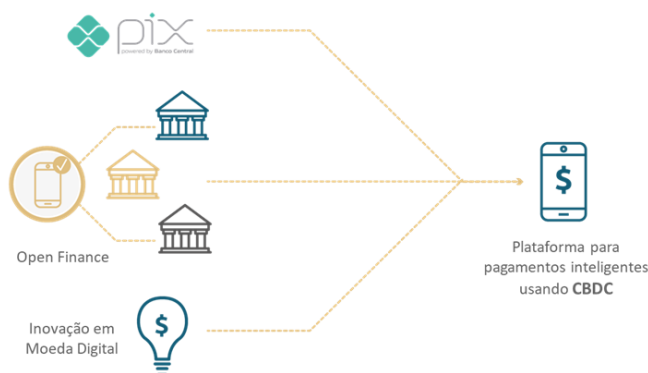
6 ESTUDOS INICIAIS SOBRE MOEDAS DIGITAIS EMITIDAS POR BANCO CENTRAL (CBDC)

Em 2020, o BCB criou um grupo de estudos para avaliar a possibilidade de emissão de uma moeda digital por banco central (CBDC). A visão estratégica do BCB para uma CBDC ia além de oferecer um sistema de pagamentos instantâneos de varejo, pois havia o entendimento de que o PIX já tinha endereçado solução para esse problema. O objetivo ao avaliar tal tecnologia era fomentar a inovação no sistema financeiro, permitindo a criação de novos modelos de negócios envolvendo novas capacidades tecnológicas que trouxessem maior competição no mercado e benefícios para os cidadãos.

Nesse contexto, aceita-se que a combinação do Pix e da iniciativa de *Open Finance* proporciona ao sistema financeiro brasileiro a capacidade tecnológica de pagamentos programáveis, que consiste na criação de interfaces padronizadas (APIs), abertas e disponibilizadas pelos provedores de serviços de pagamento para transações financeiras (BCB, 2021).

Figura 5 – Visão estratégica da agenda de inovação do BCB.

Visão Estratégica de Inovação do BC



Fonte: Presidente [...], 2023.

Com tal perspectiva, a avaliação da emissão de uma CBDC ia, portanto, além da necessidade de fornecer um sistema de pagamentos instantâneos de varejo. É evidente que, no processo de avaliação da emissão de uma CBDC, questões relacionadas à política econômica, à política monetária, à estabilidade financeira e à intermediação financeira devem ser analisadas. No que diz respeito à dimensão tecnológica, além de questões básicas como interoperabilidade, escalabilidade, privacidade e segurança, um dos fatores a serem analisados em uma CBDC é identificar quais capacidades tecnológicas estão sendo agregadas ao sistema financeiro brasileiro para o desenvolvimento de novos modelos de negócios. Nessa análise, destacam-se capacidades tecnológicas como dinheiro programável, entrega *versus* pagamento – *Delivery versus Payment* (DvP) – e contratos inteligentes, inspirados no ambiente de finanças descentralizadas – *Decentralized Finance* (DeFi) (BCB, 2021).

Os desafios tecnológicos inerentes à construção de uma plataforma de CBDC são numerosos. Além das questões de interoperabilidade, escalabilidade, privacidade e resiliência cibernética, pode ser necessário garantir a operação *off-line* em alguns casos de uso. A internalização dessas capacidades tecnológicas no sistema financeiro pode, por exemplo, reduzir custos de intermediação e reconciliação na negociação de ativos digitais não financeiros, em processos tipicamente chamados “entrega *versus* pagamento”. No debate sobre DeFi *versus* CeFi (finanças centralizadas), o BCB vê a possibilidade de adaptar e internalizar modelos inovadores, como empréstimos rápidos, *crowdfunding* e *pools* de liquidez, ao perímetro regulado brasileiro, criando o que é chamado “Finanças Híbridas” (HyFi) (BCB, 2021).

Para explorar os potenciais casos de uso de uma CBDC, o BCB criou uma edição especial do LIFT Lab denominada *LIFT Challenge Real Digital*. Esse desafio foi lançado para permitir que, em conjunto com o setor privado, fossem explorados os potenciais casos de uso que poderiam se beneficiar de uma moeda digital emitida por banco central. O LIFT Challenge-Real Digital recebeu 47 propostas

de 43 empresas de 8 países, incluindo grandes players do setor financeiro, como Visa, Mastercard, Santander, Itaú e Citi, bem como novos participantes, como Aave, Mercado Bitcoin e ConsenSys. Essa diversidade de participantes destaca o interesse global e a relevância do projeto (BCB, 2021).

Nos projetos selecionados no LIFT Challenge-Real Digital abordou-se uma variedade de casos de uso, incluindo DvP para ativos não financeiros, DvP para ativos financeiros, DvP para ativos digitais (criptoativos), operações *off-line*, PvP (pagamento *versus* pagamento) entre Brasil e Colômbia, IoT (Internet das Coisas) para logística de *e-commerce*, *pools* de liquidez e financiamento para pequenas e médias empresas (PMEs). Esses projetos demonstram o potencial da CBDC para transformar diversos aspectos do sistema financeiro, promovendo maior eficiência, segurança e inclusão financeira. Os aprendizados ao longo do LIFT Challenge-Real Digital foram fundamentais para as diretrizes divulgadas pelo BCB sobre sua visão de moeda digital, bem como para delimitação de escopo e objetivos do projeto Drex (BCB, 2021).

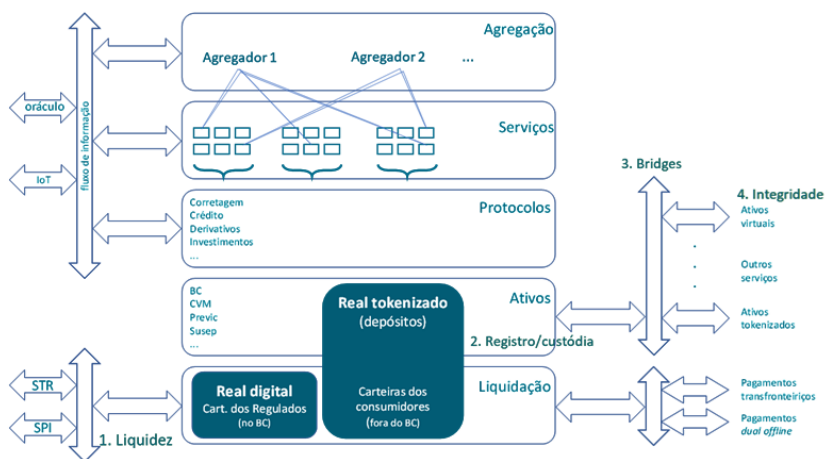
7 O PROJETO-PILOTO DREX

O projeto Drex do BCB visa criar uma plataforma regulada para ativos tokenizados, promovendo o desenvolvimento de modelos de negócios inovadores. A visão do BCB é de que essa plataforma funcione como uma plataforma de liquidações inteligentes, seguindo os princípios de camadas do ambiente de finanças descentralizadas (DeFi). Isso significa que a plataforma Drex permitirá a execução de contratos inteligentes e a liquidação de transações de forma automatizada e segura, trazendo mais eficiência e transparência para o mercado financeiro. A ideia é democratizar o acesso aos benefícios da economia digital, permitindo que cidadãos e empresários celebrem negócios envolvendo movimentação de recursos financeiros de maneira mais rápida e segura (BCB, 2024a).

O piloto Drex, lançado em 2024, envolveu o engajamento de diversas instituições financeiras participantes, incluindo bancos, *fintechs* e outras entidades reguladas. O foco do teste-piloto foi a liquidação de títulos públicos do Tesouro Nacional utilizando a tecnologia de entrega *versus* pagamento (DvP). Esse escopo foi escolhido para avaliar a viabilidade técnica e operacional da infraestrutura tecnológica do Drex em um ambiente controlado, garantindo que todas os atos e negócios fossem praticados de maneira segura e eficiente. O piloto também buscou identificar possíveis melhorias e ajustes necessários antes do lançamento de uma nova infraestrutura tecnológica (BCB, 2024a).

Figura 6 – Visão de futuro do Drex.

DREX: plataforma para liquidações inteligentes



Fonte: BCB, 2024d.

A tecnologia *Hyperledger Besu* foi escolhida para ser utilizada na plataforma do Drex dadas suas características de código aberto, compatibilidade com a tecnologia *Ethereum* e capacidade de suportar tanto operações públicas quanto privadas. A *Hyperledger Besu* oferece uma infraestrutura robusta e flexível, permitindo a implementação de contratos inteligentes e a integração com outras redes *blockchain*.

Além disso, a escolha dessa plataforma reduz custos com licenças e *royalties* de tecnologia, tornando-a uma opção economicamente viável para o desenvolvimento do Drex (Conheça [...], 2023).

Um dos grandes desafios do piloto Drex é equilibrar privacidade, programabilidade e descentralização. Esse “trilema” envolve garantir que a plataforma seja capaz de executar contratos inteligentes de maneira eficiente, ao mesmo tempo em que protege a privacidade dos usuários e mantém um nível adequado de descentralização. A privacidade é uma preocupação constante, especialmente em relação às exigências da legislação de proteção de dados (LGPD). A transparência inerente às *blockchains* pode expor dados sensíveis, e encontrar um equilíbrio entre esses três aspectos é crucial para o sucesso do Drex.

Além do “trilema”, o piloto Drex enfrenta outros desafios significativos, como governança, interoperabilidade, escalabilidade, regulação, segurança, usabilidade e integração com sistemas legados. A governança envolve definir regras claras e transparentes para o funcionamento da plataforma, garantindo que todos os participantes sigam as mesmas diretrizes. A interoperabilidade é essencial para permitir que a plataforma Drex se comunique eficientemente com outros sistemas financeiros e redes *blockchain*, facilitando a transferência de ativos e informações.

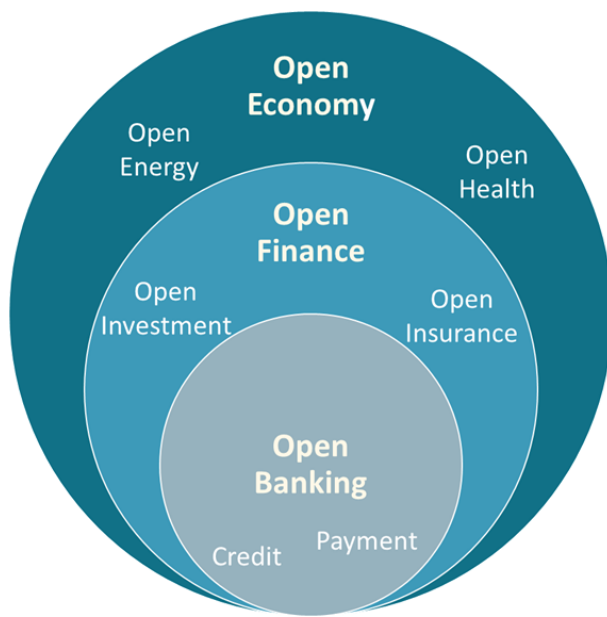
A escalabilidade é outro desafio crítico, pois a plataforma deve ser capaz de lidar com um grande volume de registro de dados sem comprometer o desempenho e, consequentemente, o exercício da atividade das instituições financeiras. Adicionalmente, o BCB deve garantir que a plataforma esteja em conformidade com todas as leis e normas aplicáveis, protegendo os interesses dos usuários e de todo o sistema financeiro. Outro ponto fundamental se refere à resiliência operacional da plataforma. A capacidade de segurança cibernética é fundamental para proteger a plataforma contra ataques cibernéticos e fraudes, enquanto a usabilidade deve garantir que a plataforma seja acessível e fácil de usar para todos os participantes. Finalmente, a integração com sistemas legados é necessária para garantir que a

plataforma Drex possa ser adotada sem interrupções significativas nas atividades existentes, bem como possibilitar a interoperabilidade com outros arranjos de pagamentos.

8 OPEN FINANCE: COMPARTILHAMENTO DE DADOS E INTEGRAÇÃO DE SERVIÇOS

A iniciativa de *Open Finance* do BCB visa criar uma infraestrutura pública de compartilhamento de dados e integração de serviços financeiros. O conceito de *Open Finance* vai além do *Open Banking*. Enquanto este se refere ao compartilhamento de dados e integração de serviços referentes à essência da atividade bancária, pagamentos e crédito, o conceito daquele expande tal compartilhamento de informações e integração para outros serviços financeiros, como seguros, investimentos e previdência. Essa evolução conceitual de *Open Banking* para *Open Finance* insere-se em uma visão mais ampla da expansão desse conceito para outros setores econômicos, como Energia (*Open Energy*) e Saúde (*Open Health*), por exemplo, criando um ecossistema de uma *Open Economy*, em que diferentes setores econômicos estão interconectados e dados são compartilhados de maneira segura e eficiente para promover a inovação e a competição. O objetivo é criar um ecossistema no qual terceiros possam desenvolver novos produtos e serviços que gerem benefícios para os cidadãos (BCB, 2024b).

Figura 7 – Relação dos conceitos *Open Economy* x *Open Banking* x *Open Finance*.



Fonte: BCB, 2024b.

A implementação de *Open Finance* ao redor do mundo varia significativamente entre diferentes jurisdições. Em alguns países, como o Reino Unido, a regulamentação de *Open Banking* foi impulsionada por autoridades governamentais, enquanto em outros, como os Estados Unidos, a adoção tem sido mais voluntária e liderada pelo setor privado. No Brasil, a abordagem do BCB tem sido criar uma infraestrutura como bem público, mas provida pelo setor privado por meio da adoção de uma governança com a participação de diferentes associações do setor financeiro. O objetivo é que essa infraestrutura pública e robusta facilite o compartilhamento de dados e a integração de serviços financeiros, permitindo que diferentes provedores de serviços financeiros se conectem e compartilhem informações de maneira transparente e controlada (BCB, 2024b).

As motivações dos bancos centrais para iniciativas de *Open Banking* ou *Open Finance* incluem a redução da assimetria de informações, a criação de redes de serviços neutras e o empoderamento dos clientes para que possam criar seu “próprio banco”³. A redução da assimetria de informações é alcançada de duas maneiras: a primeira, ao permitir que os clientes compartilhem seus dados com outras instituições financeiras, reduzindo a assimetria de informação que outras instituições possam ter comparativamente com a instituição com a qual o cliente já mantém relacionamento; a segunda refere-se a uma padronização sobre dados de serviços oferecidos – por exemplo, taxas de juros e encargos – promovendo a transparência na comparabilidade entre serviços oferecidos por diferentes instituições. A criação de redes de serviços neutras facilita a competição, pois diferentes provedores podem oferecer serviços financeiros em igualdade de condições. Assim, o balanço da força competitiva dos participantes do setor financeiro reduz no campo da força de cada rede privada constituída por diferentes instituições e aumenta no setor de fornecimento de serviços envolvendo recursos financeiros diretamente ao cliente. Além disso, ao dar poder ao cliente para criar seu “próprio banco”, os consumidores ganham mais controle sobre suas finanças e podem escolher e integrar serviços financeiros de diferentes instituições que melhor atendem às suas necessidades (BCB, 2024b).

O modelo brasileiro de *Open Finance* se destaca por absorver lições aprendidas de outras jurisdições e incorporar inovações específicas para o contexto local. Em relação às lições aprendidas de outras jurisdições destacam-se: i) o padrão técnico único para todos os participantes proposto por uma estrutura de governança vinda do Reino Unido; ii) a reciprocidade no compartilhamento de dados, significando que as instituições que quiserem consumir dados obrigam-se, também, a compartilhar informações, como na Austrália e na Índia; e iii) as normas técnicas integradas ao arcabouço regulatório como no México.

3 Ou seja, criar seu portfólio envolvendo diferentes prestadores de serviços bancários.

Adicionalmente, o modelo brasileiro de *Open Finance* trouxe algumas inovações significativas que o destacam no cenário global. Uma das principais inovações é a inclusão de dados das operações de crédito desde o primeiro dia, permitindo uma visão abrangente e imediata das transações financeiras dos clientes, o que facilita a análise de crédito e a oferta de produtos personalizados. Além disso, o escopo regulatório mais amplo do *Open Finance* brasileiro abrange não apenas dados bancários, mas também informações de outros serviços financeiros, como seguros, investimentos e previdência, promovendo uma integração mais completa e eficiente dos serviços envolvendo movimentação de recursos financeiros. Outra inovação importante é a interoperabilidade planejada com a iniciativa *Open Insurance*, que permitirá a troca de informações entre diferentes serviços financeiros, aumentando a transparência, a competição e a capacidade de oferecer produtos e serviços mais integrados e personalizados aos consumidores.

O *Open Finance* no Brasil tem gerado resultados significativos desde sua implementação. Entre os principais resultados, destaca-se a concessão de R\$ 2,5 milhões em crédito pessoal com taxas menores, a oferta de cartão de crédito para 1,3 milhão de clientes que não tinham acesso ao produto e a portabilidade de R\$ 1,2 bilhão em crédito, com um ganho de 61% na efetividade do processo. Além disso, houve uma recuperação de crédito de 240 milhões e a originação de R\$ 1 bilhão em crédito. Esses números refletem maior eficiência nas operações de crédito, beneficiando tanto os consumidores quanto as instituições financeiras (BCB, 2024b).

Outros resultados importantes incluem melhorias no gerenciamento financeiro e na performance de investimentos. Cerca de 9 milhões de clientes estão utilizando ferramentas de gerenciamento financeiro, com 4 milhões engajados na gestão financeira consolidada, resultando em 47 milhões de acessos. Em termos de investimentos, R\$ 1,5 bilhão foram direcionados para opções mais rentáveis para os clientes, e 2,6 milhões de clientes foram notificados sobre recursos parados em outras instituições que poderiam estar rendendo juros.

Além disso, a facilitação da abertura de contas foi significativa, reduzindo o tempo de 32 horas para 2 horas e 10 minutos, com um crescimento de 34% na solicitação de abertura de contas (BCB, 2024b).

Os principais fatores que contribuíram para o sucesso do *Open Finance* no Brasil incluem a adoção de padrões técnicos universais, como HTTPS, JSON, RESTful e ISO20022, além de perfis de segurança específicos (FAPI *Open Banking* Brasil) e testes de conformidade. A preocupação com a experiência do usuário também foi crucial, especialmente para evitar qualquer tipo de barreira. O princípio da reciprocidade desempenhou papel importante no equilíbrio do ecossistema, garantindo que todas as instituições participantes tivessem incentivos para compartilhar dados. A integração por meio de APIs padronizadas aumentou a interoperabilidade, facilitando a conexão entre diferentes provedores de serviços financeiros (BCB, 2024b).

O *Open Finance* no Brasil, no entanto, enfrentou vários desafios. O cronograma arrojado foi um dos principais obstáculos, exigindo um esforço significativo das instituições participantes para cumprir os prazos estabelecidos. Além disso, a má implementação por algumas instituições resultou em problemas de qualidade dos dados e conectividade. Esses desafios destacam a importância de uma implementação cuidadosa e coordenada para garantir o sucesso do *Open Finance*. A estrutura de governança também apresentou dificuldades, exigindo um equilíbrio delicado entre os interesses dos diferentes participantes do mercado (BCB, 2024b).

A estrutura de governança do *Open Finance* no Brasil é um aspecto crítico, especialmente porque é formada por entes privados com o objetivo de fomentar a competição. Os desafiantes – ou novos entrantes –, frequentemente, exigem uma parte maior do mercado, mas muitas vezes não têm o poder de fogo necessário para contribuir significativamente no processo de implementação e em termos de orçamento. Para os *players* tradicionais, o *Open Finance* tornou-se menos uma ameaça e mais uma oportunidade. A governança definitiva, lançada em janeiro, foi baseada em um equilíbrio delicado, buscando

atender às necessidades de todos os participantes e promover um ambiente competitivo e inovador (BCB, 2024b).

Em conclusão, o *Open Finance* no Brasil tem alcançado resultados impressionantes, promovendo a inclusão financeira e a eficiência no mercado. Os fatores que contribuíram para o sucesso incluem a adoção de padrões técnicos universais, a preocupação com a experiência do usuário e a integração por meio de APIs padronizadas. Desafios como o cronograma arrojado, a má implementação por algumas instituições e a estrutura de governança, no entanto, precisam ser continuamente abordados para garantir seu sucesso contínuo. A experiência brasileira oferece lições valiosas para outras jurisdições que buscam implementar iniciativas semelhantes (BCB, 2024).

9 CONCLUSÃO

As infraestruturas tecnológicas públicas no setor financeiro têm como um dos principais objetivos a promoção da competição, tornando os serviços financeiros mais acessíveis e eficientes para a população. Exemplos como o Pix e o *Open Finance* no Brasil demonstram como essas infraestruturas podem reduzir custos de transação, aumentar a inclusão financeira e facilitar a entrada de novos participantes no mercado. Ao fornecer uma base comum e interoperável, essas infraestruturas criam um ambiente propício para a inovação e o desenvolvimento de novos produtos e serviços financeiros, beneficiando tanto consumidores quanto empresários.

O ponto crucial para o sucesso dessas infraestruturas, contudo, é a governança que as suporta. Infraestruturas públicas sob uma governança de entidades privadas, embora possam ter mais recursos para sua evolução, tendem a enfrentar mais dificuldades em atingir os objetivos de fomento à competição. Isso ocorre porque entidades privadas podem priorizar interesses comerciais próprios e legítimos, o que pode levar à criação de barreiras à entrada para novos participantes e à manutenção de práticas anticoncorrenciais. Em

contraste, infraestruturas com governança de reguladores, como o BCB, têm maior capacidade de promover um ambiente competitivo e inclusivo, alinhando-se aos interesses públicos e garantindo que os benefícios sejam amplamente distribuídos.

A discussão sobre interoperabilidade na implementação dessas infraestruturas muitas vezes se refere menos a questões de natureza tecnológica e mais a aspectos relacionados à promoção da competição. A interoperabilidade é essencial para reduzir os custos de integração e facilitar a mudança de provedores de serviços financeiros, permitindo que os consumidores escolham livremente os serviços que melhor atendam suas necessidades. Quando a interoperabilidade é limitada, os custos de transação aumentam e a eficiência do mercado é comprometida, prejudicando a competição e, consequentemente, os consumidores.

Os resultados obtidos com o Pix e o *Open Finance* no Brasil ilustram os benefícios de uma abordagem de infraestrutura tecnológica pública bem-sucedida. A ampla adoção do Pix e os avanços na inclusão financeira são testemunhos do impacto positivo que essas infraestruturas podem ter na economia. É importante reconhecer, no entanto, que esses resultados foram alcançados graças a uma governança eficaz e a um compromisso com a promoção da competição e da inclusão financeira. A experiência brasileira oferece lições valiosas para outras jurisdições que buscam implementar iniciativas semelhantes.

Os desafios enfrentados na implementação dessas infraestruturas, como a estrutura de governança, destacam a importância de uma abordagem cuidadosa e coordenada. A governança baseada em entidades privadas pode ter mais dificuldades no alcance dos objetivos de fomento à competição, enquanto uma governança centralizada em entidades públicas, como o BCB, pode garantir que os interesses públicos sejam priorizados. A experiência brasileira mostra que em ambas as abordagens é possível criar infraestruturas tecnológicas públicas que promovam a inovação e a competição, desde que a

governança seja bem estruturada e focada nos objetivos de inclusão e eficiência.

Em conclusão, as infraestruturas tecnológicas públicas desempenham papel crucial na promoção da competição e na acessibilidade dos serviços envolvendo a movimentação profissional de recursos financeiros. A governança dessas infraestruturas é fator determinante para seu sucesso, e a experiência brasileira com o Pix e o *Open Finance* demonstra a importância de uma governança com participação ativa de uma entidade pública, como o BCB. A interoperabilidade deve ser vista como uma ferramenta para fomentar a competição, reduzindo custos de integração e facilitando a mudança de provedores de serviços financeiros. Ao aprender com os desafios e sucessos do Brasil, outras jurisdições podem desenvolver infraestruturas tecnológicas públicas que promovam um sistema financeiro mais inclusivo, eficiente e competitivo.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Drex: Real digital*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/drex>. 2024a. Acesso em: 28 jan. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Grupo de estudos sobre moedas digitais emitidas por banco central*. 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17166/nota>. Acesso em: 28 jan. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Open Finance*. 2024b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/openfinance>. Acesso em: 28 jan. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Relatório técnico: Pix*. 2024c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Pix/RelatorioTecnicoPix2024.pdf>. Acesso em: 28 jan. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Relatório técnico do case SALT*. 2017. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/public/microcredito/Distributed-ledger-i.asp>. Acesso em: 24 jan. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Sistema de pagamentos brasileiro (SPB)*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/spb>. 2024d. Acesso em: 24 jan. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Sistema de pagamentos instantâneos (Pix)*. 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/Pix>. Acesso em: 28 jan. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Sistema de transferência de reservas (STR)*. 2024e. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/str/QuadroDivulgacaoSTR2024.pdf>. Acesso em: 24 jan. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Laboratório de inovações financeiras e tecnológicas* (LIFT). 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/lift>. Acesso em: 24 jan. 2025.

BRASIL. Lei n. 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; dispõe sobre os arranjos de pagamento e as instituições de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB); [...]. *Diário Oficial da União*, Brasília, 10 out. 2013. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12865.htm. Acesso em: 28 jan. 2025.

CAVALCANTE NETO, Aristides Andrade; ALMEIDA, Rafael Sarres de. RAFAEL - Apresentação Câmara dos Deputados. 2025. Disponível em: <https://pt.slideshare.net/slideshow/rafael-apresentacao-camara-dos-deputadospptx/252554265>. Acesso em: 1º maio 2025.

CONHEÇA a tecnologia por trás da Hyperledger Besu, rede escolhida pelo BC para abrigar o Drex. *Exame*, São Paulo, 2023. Disponível em: <https://exame.com/future-of-money/conheca-a-tecnologia-por-tras-da-hyperledger-besu-rede-escolhida-pelo-bc-para-abrigar-o-drex/>. Acesso em: 28 jan. 2025.

DUARTE, A.; FROST, J.; GAMBACORTA, L.; WILKENS, P. K.; SHIN, H. S. Central banks, the monetary system and public payment infrastructures: lessons from Brazil's Pix. *BIS Bulletin*, n. 52, 23 mar. 2022. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bisbull52.pdf>. Acesso em: 28 jan. 2025.

LABORATÓRIO DE INOVAÇÕES FINANCEIRAS TECNOLÓGICAS (LIFT). LiftLab. Disponível em: <https://liftlab.com.br/>. Acesso em: 1º maio 2025.

PRESIDENTE do BC vê futuro do sistema financeiro mais digital e tokenizado com Pix, *Open Finance* e Drex. 7 dez. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/756/noticia>. Acesso em: 1º maio 2025.

SOUZA, F. J.; BENEDETI, P. H.; ROSA, K. R.; MENDES, O. L. O estudo de caso do impacto do Sistema de Transferência de Reservas (STR) na redução de custo de serviços logísticos de numerário. *Revista Interface Tecnológica*, Taquaritinga/SP, v. 15, n. 1, p. 369-389, 2024. Disponível em: <https://revista.fatectq.edu.br/interfacetecnologica/article/download/369/221/1672>. Acesso em: 24 jan. 2025.

CAPÍTULO 6

BANCO CENTRAL DO BRASIL E PIX: ANÁLISE JURÍDICA DA CRIAÇÃO, OPERAÇÃO E LIMITES INSTITUCIONAIS DO ECOSISTEMA DE PAGAMENTOS INSTANTÂNEOS BRASILEIRO

Lucas Alves Freire

Mestre em Direito pela UFMG. Especialista em Direito Público pela UNB Procurador-Geral Adjunto do Banco Central do Brasil.¹

SUMÁRIO:1 Introdução. 2 Pagamentos e a distinção entre pagamentos de varejo e de atacado. 3 Pagamentos no ordenamento jurídico: o Sistema de Pagamentos Brasileiro. 4 Fundamentos para a criação e a operação do Pix pelo BCB. 5 Balizamentos para a atuação do BCB como operador do Pix. 6 Conclusão. Referências.

Resumo

Neste capítulo, examinou-se, sob a perspectiva jurídica, a atuação do Banco Central do Brasil (BCB) como operador do ecossistema de pagamentos instantâneos Pix. Para tal fim, realizou-se delimitação conceitual do mercado de pagamentos e de sua conformação legal, com destaque para o papel normativo desempenhado pela Lei n. 12.865/2013. Em seguida, foram analisados os fundamentos de fato e de direito que justificaram a criação do Pix, bem como a legitimidade institucional da atuação do BCB nesse contexto. Ao final, propôs-se a identificação de balizamentos jurídicos destinados a assegurar o exercício equilibrado e transparente das funções simultâneas de regulação e operação de infraestrutura essencial de pagamentos.

1 As opiniões expressas neste ensaio são de exclusiva responsabilidade do autor e, por isso, não refletem, necessariamente, a posição da Procuradoria-Geral do Banco Central ou do Banco Central do Brasil.

Palavras-chave: Pagamentos. Sistemas de pagamentos. Banco Central do Brasil. Pix.

1 INTRODUÇÃO

Aos bancos centrais costuma ser atribuída a tarefa de zelar pela eficiência, solidez e integridade dos sistemas de pagamentos de seus correspondentes países. Em muitas economias, as autoridades monetárias dão um passo adiante e se encarregam de instituir e de operar mecanismos de pagamento acessíveis ao público. Fazem isso com o objetivo de promover ambiente mais aberto e competitivo, no qual prestadores de serviços privados venham a servir seus clientes de forma mais efetiva (Duarte *et al.*, 2022, p. 3).

O Banco Central do Brasil (BCB) concretizou esse passo à frente em novembro de 2020, ao implementar o ecossistema de pagamentos instantâneos Pix, destinado a viabilizar a realização de transferências de fundos entre usuários finais de forma instantânea, vinte e quatro horas por dia, todos os dias do ano. Passados quase cinco anos desde o início de suas operações, o Pix se tornou parte do dia a dia dos brasileiros. Utilizado por aproximadamente 190 milhões de pessoas (naturais e jurídicas), o mecanismo superou métodos tradicionais de movimentação de recursos e tem servido de meio de pagamento de baixo custo para a aquisição de mercadorias e a contratação de serviços (BCB, 2025). Foros internacionais reconhecem que a experiência brasileira oferece lições importantes para países de economia avançada, cujos sistemas de pagamentos ainda enfrentam desafios no provimento de soluções semelhantes, especialmente quanto a aspectos de acesso e custo dos serviços.

Neste trabalho, examinou-se a atuação do BCB como operador do ecossistema de pagamentos instantâneos. Iniciou-se, com um panorama introdutório sobre o mercado de pagamentos e sua conformação legal, a fim de situar o leitor no ambiente institucional em que se insere o Pix. Em seguida, foram analisados os fundamentos

jurídicos e os elementos fáticos que motivaram sua criação, com o intuito de demonstrar a legitimidade da atuação do BCB na concepção e na gestão do mecanismo. Por fim, foram apresentados, de forma sintética, os parâmetros que devem orientar a conduta da autarquia no exercício simultâneo das funções de operador do Pix e supervisor do mercado de pagamentos de varejo.

2 PAGAMENTOS E A DISTINÇÃO ENTRE PAGAMENTOS DE VAREJO E DE ATACADO

Para compreender adequadamente o ambiente em que se insere o Pix, é essencial começar pela noção de “pagamento” no contexto do mercado de pagamentos. Termos como transações de pagamento, sistema de pagamentos, instituições de pagamento, arranjos de pagamento, contas de pagamento e mercado de pagamentos são recorrentes na literatura especializada e na legislação brasileira. Todos eles compartilham um elemento comum – o vocábulo “pagamento” –, cuja acepção precisa é indispensável para a correta apreensão das figuras jurídicas e das dinâmicas que estruturam esse setor. Afinal, qual é, exatamente, o conceito de “pagamento” que confere sentido a essas expressões e que serve de alicerce para a regulação do Pix?

No Direito Civil, “pagamento” dá nome ao Capítulo I (“Do Pagamento”) do Título III (“Do Adimplemento e da Extinção das Obrigações”) do Livro I (“Das Obrigações”) da Parte Especial do Código Civil (Brasil, 2002). É considerado espécie de extinção de obrigações mediante a execução específica da prestação devida, ou, nas palavras de Pereira (2018, p. 163), “o cumprimento voluntário da obrigação, seja quando o próprio devedor lhe toma a iniciativa, seja quando atende à solicitação do credor, desde que não o faça compelido”. Embora o senso comum associe o “pagamento” apenas ao adimplemento de dívida em dinheiro, a doutrina civilista costuma rechaçar essa limitação²,

2 Pereira (2018, p. 163) afirma ter-se rendido ao senso popular, passando a admitir a vinculação entre pagamento e cumprimento de obrigações em dinheiro: “É certo que a linguagem comum especializou o vocábulo pagamento para a solução das

afirmando-o como forma de extinção de obrigações em geral pela entrega da prestação, qualquer que seja esta (Farias; Rosendal, 2018, p. 421).

O conceito de pagamento adotado pelo principal regulador financeiro europeu alia aspectos da noção civilista a característica mais técnica, ligada à movimentação de quantias depositadas. Assim, em seu glossário sobre “Pagamentos e Mercados”, o Banco Central Europeu (BCE), afirma que pagamento, em sentido estrito, significa a transferência de fundos capaz de extinguir obrigação do pagador em relação ao recebedor (BCE, 2009). O BCE, no entanto, reconhece que, em sentido “técnico ou estatístico”, o vocábulo é geralmente utilizado como sinônimo de “ordem de transferência”, ou seja, diz respeito a “ordem ou mensagem requisitando a transferência de ativos (e.g. fundos, valores mobiliários, outros instrumentos financeiros ou commodities) de um devedor para um credor”³(BCE, 2009).

Não é a aceção do Direito Civil ou o sentido estrito defendido pelo BCE que se tem em mente ao se falar em “pagamento” no contexto explorado neste capítulo. Pagamento, tem ligação⁴ com “recursos” e com “fluxos financeiros”, aproximando-se, assim, além da noção de “ordem de transferência” estabelecida pela autoridade monetária europeia, do conceito previsto em glossário elaborado pelo *Committee on Payments and Market Infrastructures* (CPMI, ou “Comitê sobre Pagamentos e Infraestruturas de Mercado), colegiado

obrigações pecuniárias, mas nem por isto ele perdeu o sentido científico. Por mais, contudo, que o técnico se esforce na apuração semântica das palavras, é sempre vencido pelo seu curso vulgar, ou normal. E, então, depois de muito lutar, acaba cedendo. Neste particular, o jurista, resistindo embora à vulgarização do conceito de pagamento como prestação pecuniária específica, acaba por admitir-lhe a plurivalência e fixar que traduz, em sentido estrito e mais comum, a prestação em dinheiro.”

3 Tradução nossa constante do glossário do BCE (2009) a respeito da expressão *transfer order*: *An order or message requesting the transfer of assets (e.g. funds, securities, other financial instruments or commodities) from the debtor to the creditor.*

4 Cozer (2020, p. 37) afirma que a aceção de pagamento utilizada pela Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a), também possui proximidade com a noção atribuída ao vocábulo pelo linguajar comum.

do *Bank of International Settlements* (BIS, ou “Banco de Compensações Internacionais⁵):

Pagamento (transferência de fundos): a transferência de um crédito monetário contra uma entidade que é aceito pelo recebedor. Tipicamente, os créditos monetários assumem a forma de dinheiro em espécie ou de saldos em contas mantidas em instituições financeiras ou em um banco central⁶ (BIS, 2003).

A opção regulatória brasileira pela associação de “pagamento” à noção de “transferência de fundos” fica clara no texto da Resolução CMN n. 4.282/2013 (CMN, 2013), por meio da qual o Conselho Monetário Nacional (CMN) fixou as “diretrizes que devem ser observadas na regulamentação” dos comandos da Lei n. 12.865/13 (Brasil, 2013a). O inciso III do art. 2º dessa resolução definiu “transação de pagamento” como o “ato de pagar, de aportar, de transferir ou de sacar recursos independentemente de quaisquer obrigações subjacentes entre pagador e o recebedor”.

O conceito de pagamentos que aqui se utiliza, portanto, deriva da acepção abraçada pelo CPMI e reproduzida na segunda parte do citado glossário do BCE. Para os fins que interessam a este trabalho, pois, entende-se o vocábulo simplesmente como a transferência de recursos monetários de uma pessoa (pagador) a outra (recebedor) ou de uma pessoa (pagador) a ela mesma, independentemente do

5 O BIS é organismo integrado por bancos centrais de diversos países que tem a missão de auxiliar as autoridades monetárias a perseguir a estabilidade monetária e financeira por meio da cooperação, servindo ainda como “banco para bancos centrais” (BIS, 2023). Conquanto o BIS tenha sido constituído como pessoa jurídica na Suíça, as particularidades de seu relacionamento com países cujos bancos centrais o integram, tais como suas imunidades de jurisdição e de execução, o qualificam como organismo internacional (Pinto, 2021, p. 82).

6 Tradução nossa do texto constante do glossário do CPMI, nos termos seguintes: *The payer’s transfer of a monetary claim on a party acceptable to the payee. Typically, claims take the form of cash or deposit balances held at a financial institution or at a central bank* (BIS, 2016, p. 13).

objetivo perseguido com o ato (isto é, tenha ela ou não o intuito de extinguir uma obrigação (Cozer, 2020, p. 38).

Além de se conceituar pagamentos, é preciso identificar o significado da expressão “pagamentos de varejo”, uma vez que esse é o “tipo” de pagamento que merece atenção especial da Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a). É comum que se conceitue “pagamentos de varejo” em oposição às “transferências de grande valor” ou “pagamentos no atacado”. Esses, em razão de sua relevância sistêmica, são comumente processados no balanço de um banco central, isto é, sensibilizam as contas mantidas por determinadas instituições perante a autoridade monetária competente. No Brasil, os “pagamentos no atacado” ocorrem, em especial, no Sistema de Transferência de Reservas (STR), mecanismo ofertado e mantido pelo BCB por meio do qual são lançados, em tempo real, débitos e créditos em contas das entidades participantes.

Para Cozer (2020, p. 39), os “pagamentos de varejo” são definidos por exclusão, ou seja, são todos aqueles que não podem ser considerados de grande valor e que, por ausência de relevância sistêmica, não são comumente liquidados no balanço do banco central. Refletem transações de baixa expressão monetária e envolvem grande volume de operações, sendo seus exemplos mais clássicos os pagamentos realizados com moeda em espécie e os realizados com cartões.

Modo interessante de se promover a diferenciação entre varejo e atacado no universo dos pagamentos consiste em olhar para o instituto (pagamento) como fenômeno capaz de comportar duas camadas. Na primeira, o “pagamento” é iniciado por usuários de determinada plataforma de pagamentos, os chamados “usuários finais” – por exemplo, um consumidor de produtos eletrônicos e o lojista vendedor desses produtos. Concluída a negociação entre as partes, o usuário pagador (nesse caso, o consumidor) comanda, por meio da plataforma utilizada, a realização do pagamento ao usuário recebedor (na hipótese aventada, o vendedor do produto eletrônico). Passa-se, então, à segunda camada do processo, na qual as instituições provedoras de contas para pagador e recebedor tomarão providências

para liquidar a operação entre elas, transferindo recursos mantidos em suas correspondentes contas no banco central competente ou em outra entidade fornecedora de infraestrutura do mercado financeiro (Conti-Brown; Whisnick, 2020, p. 8). Realizada a liquidação, os recursos devidos ao usuário final recebedor (o vendedor do produto) podem ser lhe disponibilizados.

À primeira camada do processo – que diz respeito à relação dos usuários finais com as respectivas plataformas de pagamento e que, costumeiramente, envolve a celebração de grande número negócios jurídicos de valor reduzido – atribui-se a classificação de “pagamentos de varejo”. Já a segunda camada – em que as instituições dos usuários promovem a movimentação de recursos entre elas, dando origem à celebração de negócios jurídicos de grande valor e em pequena quantidade, geralmente sensibilizando quantias mantidas em um banco central (ou em alguma infraestrutura específica do mercado financeiro) – recebe a classificação de “pagamentos no atacado”. Conti-Brown *et al.* (2020, p. 8) bem resumem essa estratégia de diferenciação entre o varejo e o atacado no mundo dos pagamentos:

Pagamentos são atos jurídicos que colocam ‘dinheiro em movimento’. Em um mundo onde a maior parte do dinheiro é mantida na contabilidade de instituições financeiras – pense em saldos de contas em seu banco ou corretora preferida – os métodos mais importantes de colocar dinheiro em movimento envolvem transferências entre contas. Simplificando um pouco, essas transferências acontecem em duas etapas básicas. Primeiro, o pagamento é iniciado entre dois ‘usuários finais’ do sistema financeiro – digamos, duas empresas em uma cadeia de suprimentos ou um inquilino e um proprietário. As plataformas que facilitam essa etapa do processo de pagamento são chamadas de sistemas de pagamento de varejo. Em segundo lugar, os dois bancos que fornecem contas para esses usuários finais devem acertar entre si. As plataformas de pagamento que operam entre os

bancos são chamadas de sistemas de pagamento interbancários ou de atacado.

Neste capítulo, ao se abordar o arcabouço normativo baseado na Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a), consideram-se os “pagamentos de varejo” como a primeira camada do processo voltado para permitir a movimentação de recursos financeiros entre pagadores e recebedores, ambiente em que, em geral, são observadas transferências monetárias de baixo valor e em altas quantidades. Os “pagamentos de atacado”, como se verá a seguir, levantam preocupações próprias e são objeto de tratamento legislativo e regulatório específico e anterior ao da lei que disciplinou o varejo.

3 PAGAMENTOS NO ORDENAMENTO JURÍDICO: O SISTEMA DE PAGAMENTOS BRASILEIRO

Com base nesses esclarecimentos preliminares, verifica-se, que, no Brasil, a infraestrutura destinada a viabilizar a movimentação dos ativos negociados no mercado financeiro está normativamente organizada em um sistema de pagamentos, o chamado “Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB)”, cujo marco legal primário é a Lei n. 10.214/2001 (Brasil, 2001). Esse normativo, inicialmente, incluiu como agentes operadores do Sistema de Pagamentos apenas as câmaras e os prestadores de serviço de compensação e de liquidação⁷, entidades encarregadas, em geral, de promover os acertos financeiros, de forma multilateral, entre as próprias instituições financeiras. A principal preocupação à época da estruturação do SPB se voltava para os riscos que vinham sendo assumidos na realidade até então vigente nos pagamentos realizados no atacado.

⁷ Lei n. 10.214/2001, art. 2º: “O sistema de pagamentos brasileiro de que trata esta Lei compreende as entidades, os sistemas e os procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros ativos financeiros, ou com o processamento, a compensação e a liquidação de pagamentos em qualquer de suas formas” (Brasil, 2001).

Com efeito, antes da entrada em vigor da Lei n. 10.214/2001 (Brasil, 2001), as operações de transferências de fundos realizadas entre as instituições financeiras titulares de contas no Banco Central (as chamadas contas “Reservas Bancárias”), que significavam (e ainda significam), em termos de volume e de relevância sistêmica, o núcleo o Sistema de Pagamentos nacional, eram liquidadas apenas ao final do dia, pelo valor líquido das posições entre os participantes. Não se avaliava, a cada transação, se a instituição envolvida dispunha de saldo suficiente para honrar a obrigação assumida, o que possibilitava o surgimento de saldos negativos em suas contas Reservas Bancárias (Neves *et al.*, 2021, p. 34). A chegada da nova lei possibilitou verdadeira revolução na camada de atacado do Sistema de Pagamentos. Além de conferir proteção jurídica às obrigações assumidas em sistemas de compensação e de liquidação de relevância sistêmica (instituição da contraparte central de obrigações⁸, criação do patrimônio especial⁹,

-
- 8 A previsão de que as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação assumem o papel de parte contratante e relação a cada participante – o chamado papel de contraparte central – está no art. 4º, *caput*, da Lei n. 10.214/2001: “Nos sistemas em que o volume e a natureza dos negócios, a critério do Banco Central do Brasil, forem capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro, **as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação assumirão, sem prejuízo de obrigações decorrentes de lei, regulamento ou contrato, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações, realizada por intermédio da câmara ou prestador de serviços**” (Brasil, 2001, grifos nossos).
- 9 Cf. art. 5º da Lei n. 10.214/2001: “Sem prejuízo do disposto no § 3º do artigo anterior, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação responsáveis por um ou mais ambientes sistemicamente importantes deverão, obedecida a regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil, **separar patrimônio especial, formado por bens e direitos necessários a garantir exclusivamente o cumprimento das obrigações existentes em cada um dos sistemas que estiverem operando. § 1º Os bens e direitos integrantes do patrimônio especial de que trata o *caput*, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicarão com o patrimônio geral ou outros patrimônios especiais da mesma câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação, e não poderão ser utilizados para realizar ou garantir o cumprimento de qualquer obrigação assumida pela câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação em sistema estranho àquele ao qual se vinculam. [...]**” (Brasil, 2001, grifos nossos).

afastamento dos regimes de execução concursal, etc.¹⁰), a lei em questão fixou as bases para o estabelecimento do STR pelo banco central. Conforme as diretrizes baixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) na Resolução CMN n. 2.882/2001 (CMN, 2001)¹¹, então em vigor, o STR adotou o mecanismo de Liquidação Bruta em Tempo Real (LBTR), segundo o qual débitos e créditos são realizados – de forma bilateral e em tempo real – na conta dos participantes do sistema, eliminando-se qualquer risco de que, ao fim do dia, algum dos participantes ostente resultado negativo em sua conta aberta perante a autoridade monetária.

É inegável que a Lei n. 10.214/2001 (Brasil, 2021) tenha trazido avanços substanciais para o Sistema de Pagamentos nacional, mitigando a possibilidade de formação de focos de risco sistêmico acarretada pelo velho mecanismo de liquidação de operações nas contas Reservas Bancárias e pela ausência de proteção legal aos processos concretização de pagamentos. O escopo da lei, no entanto, consistiu nos pagamentos realizados no atacado, como deixa claro o art. 2º do normativo, que afirma estarem compreendidos no SPB “as entidades, os sistemas e os procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros ativos financeiros, ou com o processamento, a compensação e a liquidação de pagamentos em qualquer de suas formas”. Apenas a primeira camada do fenômeno “pagamentos” mereceu a qualificação de SPB. O Sistema de Pagamentos do País não estava ainda completo.

10 Cf. art. 7º, *caput*, da Lei n. 10.214/2001: “Os regimes de insolvência civil, concordata, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial, a que seja submetido qualquer participante, não afetarão o adimplemento de suas obrigações, assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, que serão ultimadas e liquidadas pela câmara ou prestador de serviços, na forma de seus regulamentos” (Brasil, 2001).

11 O art. 9º da Resolução CMN n. 2.882/2001 (CMN, 2001), previa que os sistemas operados pelo Banco Central utilizassem a técnica da liquidação bruta em tempo real: “Art. 9º. O Banco Central do Brasil operará, exclusivamente, sistemas com liquidação bruta em tempo real.” A disposição foi mantida no normativo que sucedeu a Resolução CMN n. 2.882/2001 (CMN, 2001).

Além disso, é preciso ressaltar que muitos dos serviços relacionados à esfera do varejo eram simplesmente providos por instituições financeiras, como atividade acessória a seu negócio principal de intermediação do capital. Os bancos, em especial, por possuírem a vantagem de captar depósitos do público em geral (Neves, 2018), encontravam-se em posição privilegiada para ofertar a seus clientes meios de pagamento mais seguros e convenientes do que a negociação com moeda física. Como os recursos ficavam depositados em contas contratadas nessas instituições, era simples para elas promoverem a liquidação de pagamentos em seus próprios registros contábeis (*book transfer*) quando pagador e recebedor mantinham relacionamento com elas. Teriam maior facilidade, também, para promover acertos com instituições semelhantes, permitindo a realização de pagamentos entre seus clientes e os das demais entidades congêneres (transferências interbancárias).

Inovações tecnológicas ligadas aos pagamentos também encontraram nos bancos terreno fértil para prosperar. Exemplo sempre citado na literatura são as redes de caixas eletrônicos, que integram a infraestrutura de autoatendimento de usuários para a realização de saques e aportes de recursos em contas de depósito (Rosa, 2021, p. 396).

Grande parte das atividades relacionadas aos pagamentos de varejo, no entanto, eram praticadas em espaço livre das amarras regulatórias estatais, isto é, ficavam a cargo de pessoas jurídicas que atuavam fora dos universos de regulação e de supervisão de uma autoridade pública específica, em um cenário que trouxe grandes desafios para os interesses dos consumidores dos serviços¹².

Havia, é verdade, quem defendesse, mesmo antes dessa lei, que seria legítimo ao BCB exercer os papéis de regulador e de supervisor de todo o segmento, valendo-se do mandato conferido pela Lei n. 4.595/1964 (Brasil, 1964), para disciplinar e fiscalizar as instituições

¹² Descrição completa da realidade do mercado de pagamentos pode ser encontrada no *Relatório sobre a indústria de cartões de pagamentos*, produzidos pelo BCB, Ministério da Justiça e Ministério da Fazenda (BCB, 2010).

financeiras. A autarquia, contudo, sempre se recusou a assumir esse papel, argumentando que a lei bancária não lhe havia atribuído competência para tal, uma vez que serviços de pagamento não poderiam ser confundidos com atividade financeira¹³.

Com a edição da Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a), buscou-se superar o cenário de incerteza (ou mesmo de ausência) regulatória que pairava sobre o mercado de pagamentos de varejo. O ato normativo trouxe esse segmento da economia nacional para o escopo regulatório e de supervisão do CMN e do BCB. Alargou-se a abrangência do SPB, até então voltado apenas para os pagamentos de grandes valores, para fazê-lo abarcar, também, figuras relacionadas aos pagamentos de varejo, criando-se os “arranjos de pagamento” (daqui em diante também identificados pela sigla AP)¹⁴, os instituidores de APs¹⁵ e as instituições de pagamento (IP).

Assim, com a incorporação dos pagamentos de varejo ao Sistema de Pagamentos Brasileiro e a criação de novas figuras jurídicas aptas a atuar nesse mercado, a Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a) representou um divisor de águas no ordenamento jurídico nacional. Mais do que simplesmente autorizar a atuação do Banco Central nesse segmento, o diploma legal conferiu à autarquia um mandato claro e positivo para promover o aprimoramento contínuo do ecossistema de pagamentos. Nesse sentido, merece destaque o art. 7º da referida lei, que determina expressamente que a regulação do setor observe os princípios da eficiência, da promoção da concorrência e da inclusão financeira. Trata-se de um comando normativo que não apenas autoriza, mas

13 A discussão foi travada no bojo de ação civil pública proposta contra o BCB e a União pelo Ministério Público Federal. Em recente julgado (REsp. n. 1.359.624/SP), o STJ reconheceu o acerto da tese de ausência de competência defendida pelo BCB (Brasil, STJ, 2020).

14 O arranjo de pagamento é definido no art. 6º, inciso I, da Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a), como o “conjunto de regras e procedimentos que disciplina a prestação de determinado serviço de pagamento ao público aceito por mais de um recebedor, mediante acesso direto pelos usuários finais, pagadores e recebedores”.

15 Trata-se, nos termos do art. 6º, inciso II, da Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a), da “pessoa jurídica responsável pelo arranjo de pagamento e, quando for o caso, pelo uso da marca associada ao arranjo de pagamento”.

impõe ao banco central a responsabilidade de atuar de forma proativa no mercado de pagamentos de varejo, buscando assegurar que esse ambiente se desenvolva de maneira dinâmica, segura e acessível a toda a população brasileira.

4 FUNDAMENTOS PARA A CRIAÇÃO DO PIX

A disponibilização de ecossistemas de pagamentos instantâneos é vista como medida capaz de promover a inclusão financeira, especialmente em países que ainda ostentam altas taxas de desbancarização¹⁶, uma vez que essa espécie de serviço de pagamentos pode servir como substituto próximo da moeda em espécie e agir como porta de entrada para outros produtos financeiros (BIS, 2016, p. 50).

Bolzani (2023, p. 2) recorda que bancos centrais, apesar de possuírem a estabilidade de preços como missão central delegada pelo legislador, vêm recentemente reinterpretando seus mandatos para incluir a proteção de novos interesses, merecendo destaque, nesse contexto, a promoção da inclusão financeira. Para a autora, assim, o provimento, por bancos centrais, de ecossistema voltado para possibilitar a realização de pagamentos instantâneos estaria aliado ao cumprimento dos deveres legais das autoridades monetárias (Bolzani, 2023, p. 2-3). O BCB, que possui como objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços, conforme art. 1º da Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021), está incluído dentre os bancos centrais que compreendem a inclusão financeira como um dos interesses a merecer sua proteção, especialmente diante de seu mandato secundário para zelar pela “estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro” – art. 1º, parágrafo único, da Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021). Em razão disso, uma das cinco dimensões da agenda de trabalho BC# é

16 O termo “desbancarização” é utilizado como sinônimo de exclusão financeira e a instrumentos de pagamento, embora se reconheça que não apenas bancos forneçam esses serviços.

designada de “Inclusão”, que prevê, dentre as medidas a serem adotadas para sua concretização, a presença de “plataformas digitais”¹⁷.

Dado o significativo percentual de pessoas desbancarizadas no Brasil¹⁸, pode-se ver na necessidade de aproximar esse grande contingente aos serviços financeiros um forte motivo para o BCB liderar o processo de criação de ecossistema de pagamentos instantâneos no Brasil.

Aponta-se, também, como benefício esperado de mecanismos de pagamentos rápidos, como se viu anteriormente, a redução da necessidade que pequenos empreendedores têm de recorrer a custosas ofertas de crédito de curto prazo para fazer frente ao descasamento entre suas obrigações e o recebimento dos recursos provenientes de suas atividades (Conti-Brown, Wishnick, p. 18). Em ecossistemas de pagamentos por cartão, por exemplo, o prazo para o recebimento de quantias devidas ao vendedor ou prestador de serviços pode alcançar os trinta dias, levando muitos recebedores a optar por dispendiosas operações de antecipação de recebíveis. A disponibilização do Pix poderia servir, assim, como medida voltada para reduzir esse problema, contribuindo para a alocação mais eficiente do crédito na economia.

Santos (2022, p. 528), citando o *Relatório de Economia Bancária de 2021*, editado pelo BCB (2022a), aponta como possíveis benefícios de um ecossistema de pagamentos instantâneos, além do incentivo à inclusão financeira, o fomento: (i) à eficiência dos pagamentos, especialmente considerados os custos de transação envolvidos em outras formas de realização de pagamentos; (ii) à competição no SPB, porquanto o Pix permite que diversas espécies de instituições (e não apenas as financeiras) ofertem pagamentos instantâneos a seus clientes; e (iii) à

17 “A dimensão ‘inclusão’ significa a facilidade de acesso ao mercado para todos: pequenos e grandes, investidores e tomadores, nacionais e estrangeiros. Dentre as medidas para alcançar esse objetivo, estão plataformas digitais, menos burocracia e simplificação de procedimentos” (BCB, 2023).

18 O percentual da população brasileira adulta sem acesso a pelo menos uma conta para receber e realizar pagamentos, apesar de haver diminuído consideravelmente desde 2011 (quando era de 44%), é de quase 16% (World Bank, 2021).

competição entre os prestadores de serviço de pagamentos de varejo, uma vez que dá origem à alternativa aos mecanismos atualmente disponíveis. O alcance de todos esses benefícios pode ser igualmente compreendido como missão a cargo do BCB, dada a interpretação feita pela autarquia de seu mandato. Basta conferir, a esse respeito, o conteúdo estabelecido para a dimensão “Competitividade” da Agenda BC# (BCB, 2023), que propõe a perseguição da “adequada precificação (dos produtos financeiros) por meio de instrumentos de acesso competitivo aos mercados”, incentivando-se “diversas inovações, impulsionadas por tecnologia”.

Ressalte-se, ainda, que, como mantenedor de contas das instituições financeiras e das instituições de pagamento, além de fornecedor da principal infraestrutura de transferência de fundos do STR, o BCB estava em condições de viabilizar a participação de ampla gama de prestadores de serviços de pagamento em eventual ecossistema de *fast payments*. Isso o habilitou a impulsionar a geração do efeito de rede indispensável para que o mecanismo ganhasse efetividade e grande aceitação de pagadores e recebedores¹⁹.

Muitas seriam, portanto, as razões para que o BCB, dada a inércia do setor privado, buscasse liderar o processo de criação do ecossistema de pagamentos instantâneos brasileiro. Adotar tal postura iria ao encontro de ao menos duas das dimensões propostas para sua agenda de trabalho (“Inclusão” e “Competitividade”), com a possibilidade de trazer ganhos para os usuários de serviços de pagamento no Brasil. Apesar de sua conexão com as missões atribuídas à autarquia, é preciso investigar, com maior profundidade, a base legal que autorizaria o BCB a atuar como criador e administrador do mecanismo de *fast payments* nacional.

Assim, o BCB, por decisão de sua Diretoria Colegiada, divulgada por meio do Comunicado n. 32.927/18 (BCB, 2018), decidiu liderar o

¹⁹ Trata-se do efeito que um usuário de determinado bem ou serviço possui sobre o valor do bem ou do serviço para outro usuário. Quanto mais usuários o bem ou o serviço possuir, maior será o seu valor para todos. No caso dos pagamentos de varejo, o alcance do efeito de rede é condição essencial para que determinado ecossistema de pagamentos tenha sucesso (BIS, 2022, p. 7).

processo de desenvolvimento de ecossistema voltado para permitir a realização de ordens de pagamento e de transferências instantâneas a qualquer hora do dia e em qualquer dia da semana. Segundo a proposição, a liquidação dos negócios passaria a ocorrer em sistema mantido e operado pela autarquia – o denominado SPI, atualmente regulado pela Resolução BCB n. 195/2022 (BCB, 2022b²⁰), o qual adota a rotina da liquidação bruta em tempo real dos pagamentos, em linha com o art. 9º da Resolução n. 2.882/2001 (CMN, 2001), do Conselho Monetário Nacional (CMN), e do qual participam todos os integrantes do arranjo.

A disciplina inaugural do mecanismo que viria a ser chamado “Pix” foi veiculada na Circular n. 3.985/2020 (BCB, 2020a), a qual, dentre outros assuntos, fixou os conceitos relevantes do esquema (art. 2º)²¹, definiu as modalidades de participação (art. 3º)²² e estipulou, para

20 Essa Resolução revogou a Circular BCB n. 4.027/2020 (BCB, 2020b), que anteriormente veiculava o regulamento do SPI.

21 Circular BCB n. 3.985/2020, art. 2º: “Para fins do disposto nesta Circular, consideram-se: I – arranjo de pagamentos instantâneos: arranjo instituído pelo Banco Central do Brasil que disciplina a prestação de serviços de pagamento relacionados a transações de pagamentos instantâneos; II – conexão direta ao SPI: capacidade de enviar e de receber mensagens do sistema, conectando-se diretamente à Rede do Sistema Financeiro Nacional (RSFN) ou por intermédio de um Prestador de Serviço de Tecnologia da Informação (PSTI); III – Conta Pagamentos Instantâneos (Conta PI): conta mantida no Banco Central do Brasil para fins de liquidação no âmbito do SPI; IV – conta transacional: conta mantida por um usuário final em um prestador de serviços de pagamento e utilizada para fins de pagamento ou de recebimento de um pagamento instantâneo, podendo ser uma conta de depósito à vista, uma conta de depósito de poupança ou uma conta de pagamento pré-paga; V – Diretório de Identificadores de Contas Transacionais (DICT): componente do arranjo de pagamentos instantâneos que armazena as informações dos usuários recebedores e das respectivas contas transacionais, que podem ser localizadas por meio das chaves para endereçamento; VI – pagamento instantâneo: transferência eletrônica de fundos na qual a transmissão da ordem de pagamento e a disponibilidade de fundos para o usuário recebedor Circular n. 3.985, de 18 de fevereiro de 2020 Página 2 de 3 ocorre em tempo real e cujo serviço está disponível durante 24 horas por dia, sete dias por semana e em todos os dias no ano; VII – Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI): infraestrutura centralizada de liquidação de pagamentos instantâneos que gerem movimentações entre participantes titulares de Conta PI” (BCB, 2020a).

22 Circular BCB n. 3.985/2020, art. 3º: “O arranjo de pagamentos instantâneos admite as seguintes modalidades de participação: I – prestador de serviço de pagamento que mantém conta transacional: instituição financeira ou instituição de pagamento

determinadas instituições, a obrigatoriedade de integrar o esquema (art. 4º)²³. Posteriormente, toda a matéria passou a ser veiculada na Resolução BCB n. 1/2020 (BCB, 2020d), que revogou expressamente a Circular n. 3.985/2020 (BCB, 2020a). Além da genérica referência às dimensões “Inclusão” e “Competitividade” da Agenda BC# (as quais, como se comentou *ut supra*, derivam da missão da Autarquia para zelar pela estabilidade e pela eficiência do SFN), qual seria a base legal específica a justificar a criação desse arcabouço normativo e do suporte tecnológico do ecossistema de pagamentos instantâneos brasileiro?

Estabelecer e fazer funcionar sistemas de pagamento de grande importância sistêmica são tarefas comumente assumidas pelos bancos centrais ao redor do mundo, como já comentado. Propicia-se, por meio deles, sistemas basilares para a prática de negócios jurídicos, de modo seguro e confiável, entre as instituições que integram o mercado financeiro, permitindo-se, normalmente, que se concretizem mediante a sensibilização de recursos mantidos no próprio banco central (liquidação em moeda de banco central).

No Brasil, a Lei n. 4.595/1964 (Brasil, 1964) prevê, em seu art. 3º, inciso V, que a política do CMN objetivará propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vista à maior eficiência do Sistema de Pagamentos²⁴. A mesma lei dispõe ser da competência privativa do BCB o recebimento dos depósitos

que oferta uma conta transacional para o usuário final, inclusive as instituições de pagamento não sujeitas à autorização de funcionamento pelo Banco Central do Brasil; II – ente governamental: órgão da administração direta que participa do arranjo de pagamentos instantâneos exclusivamente para efetuar ou receber pagamentos próprios” (BCB, 2020a).

23 Circular BCB n. 3.985/2020, art. 4º: “A participação no arranjo de pagamentos instantâneos é obrigatória para instituições financeiras e instituições de pagamento autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil com mais de 500.000 (quinhentas mil) contas de clientes ativas, consideradas as contas de depósito à vista, as contas de depósito de poupança e as contas de pagamento pré-pagas” (BCB, 2020a).

24 Lei n. 4.595/1964, art. 3º: “A política do Conselho Monetário Nacional objetivará: [...] V – Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos;” [...] (Brasil, 1964).

voluntários à vista das instituições financeiras (art. 10, inciso IV)²⁵. Já a Lei n. 10.214/2001 (Brasil, 2001), que instituiu o SPB em seu formato original, determina que o CMN e o BCB, em suas correspondentes esferas de competência, “baixem normas e instruções necessárias ao cumprimento dessa lei” (art. 10)²⁶. Mais recentemente, a muito citada Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a), além de conceituar os novos elementos que passaram a integrar o SPB e de definir os princípios norteadores de suas atividades, conferiu ao BCB – respeitadas as diretrizes traçadas pelo CMN – competência para disciplinar os arranjos de pagamento e para autorizar sua instituição no País (art. 9º, incisos I e IV)²⁷. Essa nova lei, ademais, autorizou a autarquia a acolher depósitos em benefício de entidades não financeiras integrantes do SPB (art. 14)²⁸, bem como a baixar as normas e instruções necessárias ao seu cumprimento (art. 15)²⁹.

É possível argumentar que esse conjunto de normas, previsto em estatutos legais distintos, ao atribuir ao BCB (sob as diretrizes do CMN), de um lado, capacidade normativa e de supervisão sobre os serviços de pagamento e, de outro, o encargo de acolher depósitos de instituições financeiras e das entidades que atuam no SPB, teria autorizado a autoridade monetária **a criar e gerir sistema de**

25 Lei n. 4.595/1964, art. 10: “Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil: [...] IV – receber os recolhimentos compulsórios de que trata o inciso anterior e, ainda, os depósitos voluntários à vista das instituições financeiras, nos termos do inciso III e § 2º do art. 19. [...]” (Brasil, 1964).

26 Lei 10.214/2001, art. 10: “O Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, nas suas respectivas esferas de competência, baixarão as normas e instruções necessárias ao cumprimento desta Lei” (Brasil, 2001).

27 Lei n. 12.865/2013, art. 9º: “Compete ao Banco Central do Brasil, conforme diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional: I – disciplinar os arranjos de pagamento; [...] IV – autorizar a instituição de arranjos de pagamento no País; [...]” (Brasil, 2013a).

28 Lei n. 12.865/2013, art. 14: “É o Banco Central do Brasil autorizado a acolher depósitos de entidades não financeiras integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro, conforme remuneração, limites, prazos, formas de negociação e outras condições por ele estabelecidos” (Brasil, 2013a).

29 Lei n. 12.865/2013 art. 15: “É o Banco Central do Brasil autorizado a baixar as normas e instruções necessárias ao seu cumprimento (Brasil, 2013a).”

liquidação de pagamentos e a estabelecer arranjo para seu regular funcionamento. Essa é a linha seguida pela assessoria jurídica do BCB, em parecer emitido em razão de consulta da área técnica da autarquia a respeito de diversos aspectos relacionados à criação de ecossistema de pagamentos instantâneos (BCB, PGBC, 2020c).

Além disso, recorde-se que, mesmo antes da edição da Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a), o BCB, com fundamento nas outras regras do arcabouço normativo citado, já havia criado e assumido, no setor de pagamentos de atacado, a administração do STR, mecanismo voltado para permitir a realização de transferências entre instituições que mantenham contas na Autarquia (Conta Reservas Bancárias e Conta de Liquidação), e do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), que custodia títulos públicos federais e promove a liquidação de negócios celebrados com envolvimento desses papéis, mediante conexão direta com o STR. Também antes da edição da citada lei, o BCB instituiu arranjos de pagamentos voltados para permitir a transferência de recursos, como a Transferência Eletrônica Disponível (TED), prevista na Circular n. 3.115/2002 (BCB, 2002), de recebimento obrigatório pelas instituições mencionadas no normativo³⁰, e o Documento de Ordem de Crédito (DOC), disciplinado na Circular n. 3.224/2004 (BCB, 2004)³¹.

A literatura mais recente tem identificado na Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a) outras premissas que motivariam a atuação proativa

30 Conforme art. 3º, § 2º, da Circular n. 3.115/2002: “Podem oferecer a TED, como remetente dos fundos, os titulares de conta Reservas Bancárias ou de Conta de Liquidação, exceto as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação. [...] § 2º Na **condição de destinatária da TED, as instituições de que trata o caput são obrigadas a dar curso à ordem**, observado o prazo para crédito ao beneficiário estabelecido no art. 2º da Circular n. 3.335, de 14 de dezembro de 2006, desde que: I – o beneficiário esteja identificado conforme requisitos estabelecidos, para cada caso, no art. 4º desta Circular; e II – a transferência de fundos seja compatível com os negócios abrangidos pela autorização de funcionamento que lhes foi concedida pelo Banco Central do Brasil” (BCB, 2002, grifos nossos).

31 No contexto da consolidação normativa promovida pelo Decreto n. 10.139/2019 (Brasil, 2019), a TED passou a ser disciplinada na Resolução BCB n. 256/2022 (BCB, 2022c). O novo normativo reproduziu, em seu art. 4º, § 2º, a regra sobre a obrigatoriedade de recebimento da TED.

do BCB no mercado de pagamentos de varejo. Merece especial relevo, nessa esteira, a disposição do art. 9º, inciso X, desse estatuto legal, que prescreve a competência do BCB para “adotar medidas para promover a competição, inclusão financeira e transparência na prestação de serviços de pagamento”, e, em especial, o já referido art. 7º da dessa lei, proclama a necessidade de o Estado (por intermédio do BCB) garantir a “inovação e a diversidade dos modelos de negócios das instituições de pagamento e dos arranjos de pagamento”. Aguiar, Paixão e Ragazzo (2021, p. 127) defendem que a lei em questão teria criado poderes para a autoridade monetária:

Com a publicação da Lei 12.865 de 2013 (‘Lei de Meios de Pagamentos’), **o BCB recebeu os poderes para inovar o SFN**, de modo a trazer para o perímetro regulatório os meios de pagamentos. Assim, é ele quem disciplinará a constituição, funcionamento e a fiscalização dos arranjos e das instituições de pagamentos. Não só isso, com a Lei de Meios de Pagamentos, o BCB tinha a responsabilidade de promover a inclusão financeira e a competição dentro do SFN, **sendo permitido até a controlar e coordenar arranjos de pagamentos e atividades de instituições de pagamento.**

É nesse contexto, portanto, que o Pix entra, o BCB, **com os novos poderes que recebeu com a Lei de Meios de Pagamentos**, cria um arranjo de pagamento interoperável entre todos os participantes do Pix, um sistema de pagamentos que permite transações 24h por dia, 7 dias na semana, em todos os dias do ano. O BCB, após a publicação da Lei de Pagamentos, **se torna ator principal no investimento da inovação no SFN** e faz questão de demonstrar que o seu rol de competência não se apresenta como uma ‘norma morta’ (grifos nossos).

Pessanha e Severo (2021, p. 3) aderem a esse entendimento, sustentando que o BCB teria legitimidade constitucional e legal para implementar o Pix, ressaltando os propósitos de inclusão financeira do novo ecossistema de pagamentos instantâneos:

A Lei 12.865/2013 (LGL\2013\9632), em seu artigo 9º, incisos IV e X, confere ao BCB a competência para autorizar a instituição de arranjos de pagamentos no país. Nesse sentido, não resta dúvidas de que **o Pix está em harmonia com dispositivos constitucionais de estímulo à inovação tecnológica e de uso do SFN e do SPB para desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade**, tendo em vista inclusive que o Pix, entre as diversas vantagens já listadas, **tem grande potencial para contribuir significativamente para a inclusão financeira**.

Por todo o exposto, podemos constatar que o BCB possui o amparo constitucional e legal suficientes para implementar o Pix. [...] (grifos nossos).

Semelhante conclusão sobre o papel ativo do BCB na promoção da inovação no mercado de pagamentos de varejo pode derivar, também, da leitura da Exposição de Motivos da Medida Provisória n. 615/2013 (Brasil, 2013b), que deu origem, após sua conversão, à Lei 12.865/2013 (Brasil, 2013a). Já naquele documento os propositores do que viria a ser a lei de pagamentos de varejo, apontavam a intenção de tornar Estado indutor de modelos de negócio que atendessem aos interesses da sociedade, com destaque para a inclusão financeira:

10. A adequação do arcabouço normativo, além de possibilitar a mitigação dos riscos, também potencializa o papel de indutor dos agentes públicos na busca de modelos que atendam aos interesses da sociedade, alinhando-os às políticas públicas existentes. Ademais, a regulação desse setor da economia traz a segurança jurídica demandada para

a realização dos investimentos necessários para a implementação e desenvolvimento dos arranjos de pagamento.

11. Considera-se que os arranjos de pagamentos, **em especial os relacionados a pagamentos móveis, podem contribuir significativamente para o objetivo do Governo Federal de promover a inclusão financeira da população brasileira.** O potencial inclusivo dos pagamentos móveis deve-se à elevada penetração da telefonia móvel no Brasil em todos os segmentos de renda. Ademais, a possibilidade de atuação de novos agentes neste mercado, como as próprias operadoras de telecomunicações, trará novos investimentos e maior concorrência na provisão de serviços de pagamento (BRASIL, 2013b).

Há de reconhecer que, apesar de não existir disposição expressa na legislação atribuindo ao BCB a competência para criar e administrar um ecossistema de pagamentos instantâneos, a extração de semelhante competência da interpretação do plexo normativo citado acima é tese que confere à autarquia segurança jurídica adequada para prosseguir na gestão e no aperfeiçoamento do Pix. Passados quase cinco anos do início das atividades do serviço, não se tem notícia de questionamentos robustos sobre a legitimidade da atuação da autoridade monetária³².

32 Santos (2022, p. 538), a despeito de reconhecer que o arcabouço normativo vigente é capaz de sustentar a competência do BCB para implementar o Pix, entende que previsão expressa em lei atribuindo tal mister à autarquia agregaria mais segurança jurídica à atuação do regulador: “Denota-se, assim, na linha do explorado no Capítulo 2, que a base para atuação propositiva e inovadora do regulador no mercado foi extraída principalmente de normas que preveem as competências amplas do Banco Central neste mercado e a sua atribuição de adotar medidas que promovam a competição, inclusão financeira e transparência no setor. **Nesse sentido, por mais que a base firmada no ordenamento aparente ser suficiente para tanto, e que não se tenha notícias até o momento de questionamentos nesse sentido, é interessante notar que a previsão expressa de tais competências poderia, especialmente em se tratando do futuro do Pix e das proposições da Agenda BC#, trazer mais segurança jurídica para a atuação propositiva e inovadora do regulador**” (grifos nossos).

À luz do que se expôs, é possível afirmar que o BCB já detinha, mesmo antes da edição da Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a), legitimidade para ofertar mecanismos de pagamento aos participantes do mercado, especialmente na área das transferências interfinanceiras liquidadas em moeda do próprio Banco Central, ou seja, no universo dos pagamentos de atacado. A atuação da autarquia, ao prover infraestrutura essencial para o funcionamento do sistema financeiro, sempre se conformou ao mandato legal de promover a solidez e a eficiência do Sistema de Pagamentos, mesmo na ausência de disposição normativa expressa autorizando, de modo literal, a criação de plataformas operacionais. Exemplo disso é a própria instituição e operação do STR e do Selic, que há décadas integram a espinha dorsal do mercado financeiro nacional.

Com a promulgação da Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a), esse quadro se alterou substancialmente. Ao estender o escopo do SPB para abarcar também os pagamentos de varejo e ao consagrar expressamente, em seu art. 7º, os princípios da eficiência, da competição e da inclusão financeira como diretrizes para a atuação do Estado no setor, o legislador atribuiu ao BCB um mandato claro e positivo. A autarquia passou não apenas a poder, mas a dever promover soluções inovadoras que ampliassem o acesso da população aos meios eletrônicos de pagamento (Cohen, 2020). O Pix nasce, assim, não como iniciativa voluntarista de um ator regulador proativo, mas como resposta institucional adequada ao dever legal de induzir o desenvolvimento de um ambiente de pagamentos mais aberto, eficiente, inclusivo e competitivo.

5 BALIZAMENTOS PARA A ATUAÇÃO BCB COMO OPERADOR DO PIX

A consolidação do Pix como infraestrutura pública de pagamentos de varejo impõe, à luz do ordenamento jurídico brasileiro, que o banco central atue com especial cautela no exercício de seu duplo papel: regulador do mercado e operador de relevante mecanismo

de pagamentos. Se, por um lado, a legislação confere à autarquia o mandato para fomentar a eficiência, a competição e a inclusão financeira, por outro, impõe-lhe limites institucionais que devem ser observados para evitar desequilíbrios concorrenciais e assegurar um ambiente regulatório neutro, transparente e previsível (Freire; Neves, 2023, p. 448).

A primeira diretriz que decorre da posição jurídica do BCB é a proibição de finalidade econômica em sua atuação. Sendo o Banco Central uma autarquia federal, não lhe é permitido explorar atividade econômica com intuito lucrativo. Aplicando-se esse princípio ao contexto do Pix, conclui-se que o serviço deve ser prestado com base em critérios de recuperação de custos, vedando-se à autarquia a obtenção de receitas excedentes ou o uso do arranjo como instrumento de geração de superávit financeiro. Trata-se de postura já tradicional em outras frentes operacionais do BCB – como o STR e o Selic – e que foi integralmente replicada no desenho institucional do Pix (Freire, 2023, f. 90-93).

A segunda diretriz relevante decorre da necessidade de conformidade substancial com os princípios previstos no art. 7º da Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a). Ainda que não esteja submetido ao regime regulatório aplicável aos instituidores privados de arranjos de pagamento, o BCB deve nortear sua atuação pelos valores fundamentais ali consagrados. Dentre eles, destacam-se a interoperabilidade, a promoção da concorrência, a inclusão financeira, o tratamento não discriminatório dos participantes, a proteção dos usuários finais e a neutralidade no acesso às infraestruturas essenciais (Freire; Neves, 2023, p. 449-450; Freire, 2023, p. 98-101). A adoção concreta desses princípios é decisiva para assegurar que a atuação do BCB como operador do Pix não redunde em vantagens indevidas diante dos demais arranjos privados, evitando distorções de mercado e incentivando a inovação sustentável.

Por fim, é recomendável a manutenção de uma barreira institucional clara entre as áreas do Banco Central responsáveis pela supervisão e pela operação do Pix, em linha com boas práticas

internacionais e com o princípio da segregação funcional. Embora a estrutura orgânica do BCB já adote essa separação, seu fortalecimento contínuo é fundamental para reforçar a credibilidade do modelo adotado (Freire, 2023, p. 107).

Esses balizamentos – ausência de finalidade lucrativa, respeito aos princípios da Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013a) e segregação institucional – formam um tripé jurídico-institucional robusto, que legitima a atuação do Banco Central como operador de um serviço público essencial, ao mesmo tempo em que garante a integridade do ambiente regulatório e a confiança dos agentes privados na neutralidade da atuação estatal.

6 CONCLUSÃO

A análise desenvolvida neste capítulo buscou demonstrar que a atuação do BCB como operador do ecossistema de pagamentos instantâneos Pix encontra respaldo jurídico sólido, amparado tanto em fundamentos normativos expressos quanto em construções interpretativas coerentes com a missão institucional da autarquia. Como se viu, a criação do Pix não se deu à margem do ordenamento jurídico, mas como resposta a comandos normativos que atribuem ao BCB o dever de promover a eficiência, a competição e a inclusão no mercado de pagamentos de varejo.

Realizando a distinção entre os pagamentos no atacado e os de varejo, examinou-se a evolução do arcabouço legal do SPB, destacando-se o papel da Lei n. 12.865/2013 como marco regulatório da atuação estatal no âmbito dos pagamentos de varejo. Com base nela, o Banco Central passa a contar com competência normativa, autorizativa e indutora para disciplinar arranjos de pagamento e promover a inovação nesse setor, sem que isso implique usurpação de funções típicas do setor privado.

O Pix, nesse contexto, deve ser compreendido como instrumento de política pública voltado para a democratização do acesso a

serviços financeiros, a redução de custos operacionais para agentes econômicos e a eliminação de ineficiências estruturais nos meios tradicionais de pagamento. Sua concepção e operação direta pelo BCB justificam-se não apenas pela ausência de soluções privadas eficazes, mas, sobretudo, pelo dever legal imposto à autarquia de agir quando o interesse público assim exigir.

Não obstante a legitimidade dessa atuação, o exercício simultâneo das funções de regulador e operador impõe ao BCB a observância de balizamentos normativos e institucionais que assegurem a neutralidade de sua conduta. Como se argumentou, a vedação ao lucro, a aderência substancial aos princípios da Lei n. 12.865/2013 e a manutenção de uma estrutura funcional segregada são elementos essenciais à preservação do equilíbrio regulatório e à credibilidade do modelo adotado.

A experiência brasileira, ao conjugar segurança jurídica, inovação institucional e compromisso com o interesse público, pode servir de referência para outras jurisdições que pretendam modernizar seus sistemas de pagamento. O caso do Pix demonstra que é possível conciliar protagonismo estatal com respeito à dinâmica concorrencial, desde que se mantenham claros os limites da atuação pública e firmes os princípios que a orientam.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, João Benício; PAIXÃO, Ricardo Fernandes; RAGAZZO, Carlos. O regulador inovador: *Banco Central e a agenda de incentivo à inovação*. São Paulo: Instituto Propague, 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Estatísticas do Pix*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/estatisticaspix>. Acesso em 15 maio 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Agenda BC#*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bchashtag>. Acesso em: 15 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Circular n. 3.115, de 18 de abril de 2002. Institui a Transferência Eletrônica Agendada – TEA e a Transferência Eletrônica Disponível – TED. *Diário Oficial da União*, Brasília, 19 abr. 2002, retificada em 24 abr. 2002. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/46887/Circ_3115_v6_L.pdf. Acesso em: 20 abr. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Circular n. 3.224, 12 de fevereiro de 2004. Estabelece procedimentos relativos ao Documento de Crédito – DOC. *Diário Oficial da União*, 3 ago. 2004. Brasília, Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/46464/Circ_3224_v2_L.pdf. Acesso em: 20 abr. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Circular n. 3.985, de 18 de fevereiro de 2020. Estabelece as disposições relacionadas às modalidades e aos critérios de participação no arranjo de pagamentos instantâneos e no Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI) e aos critérios de acesso direto ao Diretório de Identificadores de Contas Transacionais (DICT). *Diário Oficial da União*, Brasília, 19 fev. 2020a. Disponível em https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50921/Circ_3985_v3_L.pdf. Acesso em: 20 abr. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Circular n. 4.027, de 12 de junho de 2020. Institui o Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI) e a Conta Pagamentos Instantâneos (Conta PI) e aprova seu regulamento. *Diário Oficial da União*, Brasília, 16 jun. 2020b. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/51063/Circ_4027_v1_O.pdf. Acesso em: 15 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Comunicado n. 32.927, de 21 de dezembro de 2018. Divulga os requisitos fundamentais para o ecossistema de pagamentos instantâneos brasileiro. Brasília: Banco Central do Brasil, 2018. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Comunicado&numero=32927>. Acesso em: 20 abr. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Procuradoria-Geral do Banco Central (PGBC). *Parecer jurídico 482/2020-BCB/PGBC*. Brasília, 2020c. Obtido via Lei de Acesso à Informação.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Relatório de economia bancária de 2021*. Brasília: Banco Central do Brasil, 6 out. 2022a. Disponível em https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2021. Acesso em: 20 jan. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Ministério da Justiça. Ministério da Fazenda *Relatório sobre a indústria de cartões de pagamentos*. 2010. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Publicacoes_SPB/Relatorio_Cartoes.pdf. Acesso em: 20 abr. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 1, de 12 de agosto de 2020. Institui o Pix. *Diário Oficial da União*, Brasília, 13 ago. 2020d. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 15 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 195, de 3 de março de 2022. Aprova o Regulamento do Sistema de Pagamentos

Instantâneos (SPI) e da Conta Pagamentos Instantâneos (Conta PI). *Diário Oficial da União*, Brasília, 7 mar. 2022b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibnormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=195>. Acesso em: 15 mar. 2023

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 256, de 1º de novembro de 2022. Regulamenta a Transferência Eletrônica Disponível (TED). *Diário Oficial da União*, Brasília, 4 nov. 2022c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibnormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=256>. Acesso em: 15 mar. 2023

BANCO CENTRAL EUROPEU (BCE). *Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems*, dez. 2009. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/glossaryrelatedtopaymentclearingandsettlementsystems.en.pdf>. Acesso em: 13 mar. 2023.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). Committee on Payment and Settlement Systems. *A glossary of terms used in payment and settlement systems*. Basel, 2003, atualizado em 2016. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d00b.htm>. Acesso em: 12 mar.2023. 2023.

BOLZANI, Juliana Bortolini. Leading the way in payments: how central banks are using innovation to promote financial inclusion and reshape competition. *Journal of Law and Commerce*, University of Pittsburgh, v. 41, n. 1, p. 103-173, 2022. Disponível em: <https://jlc.law.pitt.edu/ojs/jlc/article/view/252/207>. Acesso em: 27 fev. 2023.

BRASIL. [Constituição (1988)]. Constituição da República Federativa do Brasil. Texto constitucional de 5 de outubro de 1988 com as alterações adotadas por emendas constitucionais de revisão. *Diário Oficial da*

União, Brasília, 5 out. 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 22 abr. 2022.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Decreto n. 10.139, de 28 de novembro de 2019. Dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto (Revogado pelo Decreto n. 12.002, de 22/4/2024, em vigor em 1º/6/2024). *Diário Oficial da União*, Brasília, 29 nov. 2019. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/2019/decreto-10139-28-novembro-2019-789486-norma-pe.html>. Acesso em: 15 mar. 2023

BRASIL. Lei Complementar n. 179, de 24 de fevereiro de 2021. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 fev. 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 22 abr. 2022.

BRASIL. Lei n. 10.214, de 27 de março de 2001. Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 28 mar. 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10214.htm. Acesso em: 22 abr. 2022.

BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial da União*, Brasília, 11 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm. Acesso em: 22 abr. 2022.

BRASIL. Lei n. 12.865, de 9 de outubro de 2013. [...] dispõe sobre os arranjos de pagamento e as instituições de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) [...] e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 10 out. 2013a. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2013/l12865.htm.

www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12865.htm. Acesso em: 15 mar. 2023.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 dez. 1964, Suplemento e retificado em 3 fev. 1965. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 22 abr. 2022.

BRASIL. Medida Provisória n. 615, de 17 de maio de 2013. Dispõe sobre os arranjos de pagamento e as instituições de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). *Diário Oficial da União*, Brasília, 20 maio 2013 e retificado em 21 maio 2013b (transformada na Lei Ordinária n. 12.865, de 9 de outubro de 2013). Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/mpv/mpv615impressao.htm. Acesso em: 15 mar. 2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). Administrativo. Enunciado administrativo 2/STJ. Ação civil pública objetivando a condenação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil nas obrigações de regulamentar e fiscalizar as operadoras de cartão de crédito. REsp. n. 1.359.624/SP. Rel.: Min. Mauro Campbell Marques. *Diário de Justiça eletrônico*, Brasília, 26 jun. 2020. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ITA?seq=1770414&ti=false>. Acesso em: 15 mar. 2023

COHEN, Gabriel Luiz Schvartzman (Coord.). *Direito dos meios de pagamento: natureza jurídica e reflexões sobre a Lei n. 12.865/2013*. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 2.882, de 30 de agosto de 2001. Dispõe sobre o sistema de pagamentos e as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação que o integram. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 ago. 2001. Disponível em

https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/47065/Res_2882_v3_L.pdf. Acesso em: 21 abr. 2022.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 4.282, de 4 de novembro de 2013. Estabelece as diretrizes que devem ser observadas na regulamentação, na vigilância e na supervisão das instituições de pagamento e dos arranjos de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), de que trata a Lei n. 12.865, de 9 de outubro de 2013. Disponível em https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/48841/Res_4282_v3_L.pdf Acesso em: 25 abr. 2022.

CONTI-BROWN, Peter; WISHNICK, David A. Private market, public options and the payment system. 37 *Yale Journal on Regulation*, 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3578844>. Acesso em: 12 abr. 2022.

COZER, Cristiano. Perfis de atuação do Banco Central do Brasil no segmento de pagamentos de varejo. p. 35-59. In: COHEN, Gabriel Luiz Schwartzman (Coord.). *Direito dos meios de pagamento: natureza jurídica e reflexões sobre a Lei n. 12.865/2013*. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

DUARTE, Ângelo; FROST, Jon; GAMBACORTA, Leonardo; WILKENS, Koo Priscilla; SHIN, Hyun Song. Central Banks, the monetary system and public payment infrastructures: lessons from Brazil's Pix. *BIS Bulletin* n. 52, 2022. Disponível em <https://www.bis.org/publ/bisbull52.pdf>. Acesso em: 15 jan. 2023.

EROLE, Pedro (Org.). *Fintechs, bancos digitais e meios de pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 4.

FARIAS, Cristiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. *Curso de direito civil: obrigações*. 12. ed. Salvador: JusPodivm, 2018.

FREIRE, Lucas Alves. Limites à atuação do Banco Central como agente operador no mercado de pagamentos de varejo: o caso Pix. 2023. 130 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2023. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/handle/1843/54678>. Acesso em: 24 jun. 2023.

FREIRE, Lucas Alves; NEVES, Rúbia Carneiro. Diagnóstico de parâmetros orientadores à atuação do Banco Central do Brasil como regulador e gestor do Pix. *Revista Estudos Institucionais*, Rio de Janeiro/RJ, v. 9, n. 2, p. 447-472, maio/ago. 2023.

NEVES, Rúbia Carneiro. A caracterização do banco a partir da evolução da legislação brasileira. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*, Belo Horizonte, n. 73, p. 701-735, jul./dez. 2018.

NEVES, Rúbia Carneiro; COSTA, Daniel Rodrigues; LAMBERTUCCI, Felipe de Almeida; LIMA FILHO, José Marcelo de Castro. Pontuais alterações na estrutura do SPB para implantar o SPI/Pix e seus benefícios para a população. *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central*, Brasília, v. 15, n. 1, p. 32-45, out. 2021. Disponível em <https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/article/view/1102>. Acesso em: 4 abr. 2022.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil: teoria geral das obrigações*. 30. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

PESSANHA, Pedro; SEVERO, Tiago. O regime jurídico do Pix. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo/SP, v. 94, p. 249-306, out./dez. 2021.

PINTO, Davi Augusto Oliveira. A diplomacia dos bancos centrais: renovação versus anacronismo no Banco de Compensações Internacionais (BIS). Brasília: FUNAG, 2021. Disponível em <https://funag.gov.br/biblioteca-nova/produto/1-1133>. Acesso em: 3/04/2023.

ROSA, Marcus Paulus de Oliveira. Os desafios da regulação de um (Ecos)istema de pagamentos em constante evolução. In: EROLES, Pedro (Org.). *Fintechs, bancos digitais e meios de pagamento*. v. 4. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 4, p. 395-420.

SANTOS, Marcelo Lobato Boson. Pix: o Banco Central enquanto regulador inovador. In: SILVA, Leandro Novais; TEIXEIRA, Luiz Felipe Drumond (Coord.). *Mercados digitais: o livro da disciplina*. Belo Horizonte: Expert, 2022. p. 501-579.

SILVA, Leandro Novais; TEIXEIRA, Luiz Felipe Drumond (Coord.). *Mercados digitais: o livro da disciplina*. Belo Horizonte: Expert, 2022.

WORLD BANK. *The global finindex database 2021: financial inclusion, digital payments, and resilience in the age of COVID-19*. The World Bank. Executive Summary. Disponível em: <https://www.worldbank.org/en/publication/globalfindex>. Acesso em: 16 mar. 2023.

CAPÍTULO 7

O ESTÍMULO À EFETIVIDADE DO DIREITO À PROTEÇÃO DE DADOS PESSOAIS COMO CAMINHO PARA MAIOR ALCANCE DOS OBJETIVOS DO *OPEN FINANCE*

Diana Moura

Mestranda em Direito no CEUB. Procuradora do Banco Central do Brasil.

SUMÁRIO: 1 Introdução. 2 O direito à proteção de dados pessoais e sua maior efetividade por meio de atribuição do controle dos dados a seu titular. 3 *Open Finance* e sua relação com o direito à proteção de dados pessoais. 3.1 Premissa e objetivos do *Open Banking*. 3.2 O *Open Finance* no Brasil. 4 A relação de retroalimentação entre a efetividade do direito à proteção de dados e o *Open Finance*. 4.1 A condução do *Open Finance* centrada nos clientes para gerar engajamento do público. 4.2 O *Open Finance* como instrumento de estímulo à efetividade do direito à proteção de dados. 5 Melhorias no *Open Finance*: contribuição para aumento da efetividade da proteção de dados pessoais e do engajamento do público. 6 Conclusão. Referências.

Resumo

Este capítulo foi elaborado para demonstrar que o maior engajamento de clientes do mercado financeiro com as funções e o funcionamento do *Open Finance*, como ecossistema de compartilhamento de informações, pode contribuir para a efetividade da proteção dos dados pessoais desses clientes e, por consequência, ampliar o alcance dos objetivos do *Open Finance*. Para realizar essa demonstração, foi necessário discorrer sobre o direito à proteção de dados, as premissas, os fundamentos e os objetivos do *Open Finance*, bem como sobre a relação entre este e a efetividade do direito à proteção de dados pessoais. Como resultado, apurou-se a necessidade de realização

de melhorias no *Open Finance* com foco no cliente do mercado financeiro e no seu engajamento. Assim, sugeriu-se a ampliação da divulgação sobre seus potenciais benefícios, da conscientização do cliente e do seu nível de confiança para usar tal ecossistema, devendo o Banco Central do Brasil assumir protagonismo no endereçamento de tais medidas. Propôs-se, também, a representação efetiva dos clientes na Estrutura de Governança do *Open Finance* e a criação de ferramenta que possibilite ao cliente iniciar o compartilhamento de seus dados independentemente do recebimento de propostas prévias. Para novas etapas de pesquisa, vale investigar sobre a rastreabilidade de dados e a responsabilização civil em caso de vazamentos.

Palavras-chave: *Open Finance*. Direito à proteção de dados pessoais. Efetividade. Objetivos. Engajamento do público. Melhorias.

1 INTRODUÇÃO

Em razão da evolução tecnológica recente, que ampliou significativamente a capacidade de armazenamento e processamento de dados, a sociedade se encontra em um estágio no qual a informação é o elemento nuclear para o desenvolvimento da economia (Castells, 2005) – *data-driven economy* –, sendo os dados pessoais seu principal ativo econômico (Frazão, 2020, p. 24). Como consequência, cada vez mais, a participação social é dependente do trânsito informacional (Bioni, 2021, p. 160). Não obstante isso, a “economia de vigilância” tende a posicionar o cidadão como mero espectador do trânsito de informações a seu respeito (Zuboff, 2015), em uma posição de passividade.

Verificou-se, então, que o uso de dados pessoais poderia ferir direitos de personalidade. Diante desse cenário, ocorreu, nas últimas décadas, a ascensão do direito à proteção de dados pessoais, que busca proteger as pessoas do uso indevido de informações a elas relacionadas. Tal direito parte do pressuposto de que os dados são de titularidade da pessoa a quem eles se referem. Assim, essa proteção

pode ser vista, também, como uma oportunidade para que os titulares façam melhor uso de seus dados, quando travem relações no bojo da sociedade.

Em paralelo, o sistema financeiro sofre com a baixa competitividade, o que leva a níveis reduzidos de qualidade e preço com relação aos produtos e serviços ofertados a seus clientes, tornando-o menos eficiente. Acredita-se que uma das principais causas desse problema é a assimetria informacional.

Da junção, então, da titularidade dos dados pessoais pelo cliente com a necessidade de encontrar novas alternativas para solucionar o referido problema enfrentado pelo sistema financeiro nasceu a ideia de compartilhamento de dados no bojo desse mercado. Entendeu-se que essa medida teria potencial para reduzir as barreiras à entrada de novos agentes, fomentando a concorrência. Foi assim que surgiu a política pública do *Open Banking*, posteriormente rebatizado *Open Finance*, ou sistema financeiro aberto, em tradução literal.

Essa iniciativa apenas se tornou possível em razão do entendimento de que os dados detidos pelas instituições do mercado financeiro são de titularidade do cliente a quem eles se referem, sendo possível determinar, assim, que eles sejam compartilhados mediante seu consentimento. Seu sucesso depende, desse modo, do engajamento desses clientes, o que, por sua vez, vai depender do desenho desta política pública, de modo que se sintam seguros e enxerguem benefícios em conceder seu consentimento.

Neste capítulo, foi analisada a relação do *Open Finance* do Brasil com o direito à proteção de dados pessoais, de modo que aquele possa estimular a efetividade deste. E, por outro lado, sendo tal direito mais efetivo, possa contribuir para a promoção dos objetivos daquela iniciativa, por meio do aumento do engajamento do público, em verdadeira relação de retroalimentação.

Discorreu-se, assim, a respeito do surgimento e dos fundamentos jurídicos do direito à proteção de dados pessoais, para avaliar a necessidade de lhe ser conferida maior efetividade. Foram postas, também, as principais regras relacionadas com o funcionamento do

Open Finance no Brasil e verificada a necessidade de maior engajamento do público para que alcance todo o potencial quanto a seus objetivos, o que exige mudanças, para as quais foram feitas recomendações de melhorias ao final.

2 O DIREITO À PROTEÇÃO DE DADOS PESSOAIS E SUA MAIOR EFETIVIDADE POR MEIO DE ATRIBUIÇÃO DO CONTROLE DOS DADOS A SEU TITULAR

Dado pessoal é aquele que possui um vínculo objetivo com uma pessoa, refere-se a suas características ou ações, dela revelando algo (Doneda, 2021, p. 143). Caracteriza-se, assim, como uma projeção, extensão ou dimensão da pessoa a quem eles se referem (Bioni, 2021, p. 56), sendo um atributo de sua personalidade¹. Merecem proteção, pois integram a categoria de direitos da personalidade (Bioni, 2021, p. 56), que se propõe a resguardar a individualidade dos seres humanos², protegendo-a de interferências externas.

No Brasil, o assunto teve extenso tratamento com a edição da Lei n.13.709/2018 (Brasil, 2018) – Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais (LGPD) –, que apenas entrou em vigor dois anos depois de publicada. Em seguida, o Supremo Tribunal Federal (STF) reconheceu, em 2020 por meio Medida Cautelar na Ação Direta de Inconstitucionalidade 6.837/DF (Brasil/STF, 2020), o caráter autônomo do direito à proteção de dados pessoais na Constituição Federal brasileira (Brasil, 1988)

1 “A personalidade deve ser entendida como o conjunto de características e atributos da pessoa humana, considerada como objeto de proteção por parte do ordenamento jurídico” (Tepedino, 2004, p. 24).

2 Os direitos de personalidade são aqueles atinentes à tutela da pessoa humana, considerados essenciais à dignidade e integridade (Tepedino, 2004, p. 27). No mesmo sentido, Bioni (2021 p. 55-56): “Os direitos de personalidade seriam os caracteres corpóreos e incorpóreos que conformam a projeção da pessoa humana. Trata-se de conferir tutela jurídica aos elementos que emprestam conteúdo ao valor-fonte do ordenamento jurídico, aos bens (da personalidade) que individualizam o sujeito perante a sociedade”.

e o enquadrrou como um novo direito fundamental implícito³. Mais recentemente, ocorreu a positivação do direito fundamental à proteção de dados pessoais, com a inclusão do inciso LXXIX ao art. 5º da Constituição Federal de 1988, pela Emenda Constitucional n. 115/2022 (Brasil, 2022).

A LGPD define dado pessoal como a informação relacionada à pessoa natural identificada ou identificável; e titular como a pessoa natural a quem se referem os dados pessoais que são objeto de tratamento⁴. A titularidade do dado pela pessoa a quem ele se refere pode ser considerado o elemento central do direito à proteção de dados pessoais.

O surgimento do direito à proteção de dados pessoais teve dois principais fundamentos jurídicos: o direito à privacidade e a autodeterminação informativa. A trajetória percorrida pelo primeiro reflete tanto uma mudança de perspectiva para a tutela da pessoa quanto sua adequação às novas tecnologias da informação (Doneda, 2021, p. 130).

Em decorrência dessas inovações, a proteção mais adequada para a privacidade não reside mais na garantia de isolamento e segredo, mas naquela que admite o amplo controle da circulação de informações pessoais. O direito à privacidade – antes o “direito a ser deixado em paz” – passa a ser o direito a controlar o uso que os outros fazem das informações que me digam respeito (Doneda, 2000; Rodotà, 1995 *apud* Doneda, 2021). Nesse cenário, a concepção da privacidade como liberdade negativa passou a não mais ser suficiente.

Nesse contexto, a autodeterminação informativa garante “o poder do indivíduo em determinar sobre a coleta e utilização de seus

3 Analisou a Medida Provisória n. 954, que determinava às empresas de telefonia o fornecimento ao Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) de nomes, endereços e telefones de mais de cem milhões de brasileiros. Entendeu-se que ela restringia, de maneira inconstitucional, os direitos à privacidade, ao livre desenvolvimento da personalidade e ao sigilo dos dados pessoais (Brasil/STF, 2020).

4 Lei n. 13.709/2018, art. 5º, incisos I e V, respectivamente (Brasil, 2018).

dados pessoais” (Mendes, 2020, p. 11⁵). Esse direito tem como objeto de proteção o poder do indivíduo de “decidir sobre a divulgação e o uso dos seus dados pessoais”, de “decidir sobre quando e dentro de quais limites os fatos da sua vida pessoal podem ser revelados” e, ainda, “de ter conhecimento sobre quem sabe e o que sabe sobre si, quando e em que ocasião” (Brasil, STF, 2020, p. 106-107). No mesmo sentido, o direito fundamental à proteção de dados pessoais envolve, em uma perspectiva objetiva, a atribuição ao indivíduo da garantia de controlar o fluxo desses dados (Mendes, 2014, p. 176).

Dentre outros, a LGPD (Brasil, 2018) deixou expressos o respeito à privacidade e a autodeterminação informativa como fundamentos de sua disciplina (art. 2º, incisos I e II), além do livre desenvolvimento da personalidade da pessoa natural como um de seus objetivos (art. 1º).

Vê-se, assim, que o vetor para o qual aponta o surgimento e a evolução do direito à proteção dos dados pessoais é de controle quanto a quais informações, a respeito de sua personalidade, poderiam ser utilizadas por terceiros e por ele próprio. Ele traz, em sua essência, não apenas a ideia de proteção, no sentido de restringir o acesso, mas também a ideia de controle sobre os dados, seu uso, como é utilizado, quem o detém, com quem compartilha, etc. – ou seja, o controle dos dados engloba a restrição, mas não se limita a ela, pois incluiria formas de monitoramento mais precisas e abrangentes, além de uma postura mais ativa por parte de seu titular, que poderia fazer um uso mais racional de seus dados pessoais, de modo a obter benefícios, inclusive econômicos.

Cabe lembrar que a LGPD (Brasil, 2018) não é uma lei de sigilo, mas uma lei sobre tratamento de dados. Isso significa dizer que seu mote não é restringir o acesso aos dados – embora tenha de trazer, e traga restrições –, mas disciplinar o seu uso, no que se inclui, claro, seu não uso. Isso é condizente, inclusive, com seu outro fundamento, o desenvolvimento econômico – art. 2º, inciso V (Bioni, 2021, p. 108).

5 O autor cita o Tribunal Constitucional alemão [BVerfGE 65,1 (43), Recenseamento].

Importante lembrar que, na sociedade da informação, a capacidade de compartilhar informação é tão importante como a capacidade de a ocultar (Fracassi; Magnuson, 2021, p. 330). Nesse sentido, respeitados seus requisitos e ponderado com os demais fundamentos do direito à proteção de dados pessoais, o tratamento de dados pessoais pode e deve estar precipuamente a serviço do bem-estar de seu titular, o que apenas será alcançado plenamente com seu empoderamento, para que tenha conhecimento e ferramentas disponíveis o suficiente para fazer uso de seus dados da maneira como entenda que vai melhor aproveitá-los, em uma postura mais proativa do que vemos atualmente.

Nesse contexto e analisando a evolução da proteção aos dados pessoais no mundo, vê-se que, na etapa na qual ela se encontra atualmente – considerada como a 4^a geração de leis –, além das legislações específicas e transversais que tratam da matéria, como a LGPD, também surgiram normativos com temática conexa, trazendo regras específicas para alguns setores de processamento de dados. Isso não significou uma setorização da disciplina de proteção de dados pessoais; antes, são vistos como instrumentos que contribuem para a eficácia dos princípios presentes nas leis de proteção de dados, de acordo com as particularidades de diferentes situações (Doneda, 2021, p. 184). O *Open Finance* pode ser considerado um exemplo desse tipo de normativo, como ficará claro mais adiante.

3 OPEN FINANCE E SUA RELAÇÃO COM O DIREITO À PROTEÇÃO DE DADOS PESSOAIS

Neste tópico, são apresentados a premissa e os objetivos do *Open Banking*, posteriormente ampliado para *Open Finance*, e as regras de seu funcionamento no Brasil.

3.1 Premissa e objetivos do *Open Banking*

Uma das causas da existência de assimetria informacional⁶ no setor financeiro é a manutenção, por suas instituições, de informações reservadas sobre seus clientes. Fracassi e Magnuson (2021, p. 327) explicam sobre os “silos informacionais”:

Durante mais de um século, os bancos e outras instituições financeiras criaram os seus sistemas de tecnologia da informação para manter os registros financeiros tão privados e não partilháveis quanto possível. Embora as preocupações com a segurança possam ser uma das principais razões para estes sistemas fechados, os bancos também compreendem que os dados financeiros são uma vantagem que os pode proteger da entrada no mercado e da concorrência⁷.

Este monopólio informacional constitui, assim, uma barreira à entrada de novos agentes (Porto; Tolentino, 2021) e dificulta a troca de instituição com quem o cliente tem relacionamento, prejudicando a concorrência⁸. Uma forma de reduzir a assimetria de informação é, evidentemente, recolher, analisar e partilhar mais informação.

6 Ocorre quando uma das partes de um negócio tem mais informação que a outra, o que a coloca em condição de vantagem. Segundo Yazbek (2009, p. 38), “a informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presuma que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade”.

7 No mesmo sentido, Tolentino e Cataldo (2023, p. 321): “[E]sses dados, contudo, ficavam sob posse da instituição financeira na qual o histórico foi criado – aquela com quem o cliente tem relacionamento –, de modo que o cliente não poderia cedê-los para outra instituição”.

8 Em um setor historicamente concentrado, como é o setor bancário, o monopólio informacional significa que os maiores *players* possuem extensas bases de dados sobre clientes estabelecidos, o que lhes confere uma grande vantagem competitiva, sendo uma barreira à entrada no mercado que dificulta a participação de novos entrantes” (Tolentino; Cataldo, 2023, p. 322).

Diante disso, tradicionalmente, um dos principais objetivos da regulação financeira consiste em incentivar e, em muitos casos, exigir a divulgação de informações úteis. Passou-se a defender, então, que o compartilhamento de informações entre instituições do mercado financeiro poderia ajudar a resolver tal problema.

As instituições financeiras tradicionais que detêm a maior quantidade de informações no mercado, no entanto, poderiam não ter, a princípio, incentivos para, voluntariamente, disponibilizar e viabilizar o compartilhamento de informações de seus clientes (Carvalho, 2020, p. 207). Esse compartilhamento, no entanto, quando realizado com o objetivo de fomentar a concorrência, apenas tende a ser eficiente se grande número de instituições o fizer, especialmente aquelas mais tradicionais e que detêm a maior quantidade de informações sobre uma extensa base de clientes.

Em paralelo, com o desenvolvimento do direito à proteção de dados pessoais, restou estabelecida a premissa necessária para se impor esse compartilhamento de dados, ou seja, que eles são de titularidade da pessoa a quem eles se referem. Compreendeu-se, então, que os dados detidos pelas instituições do mercado financeiro, da mesma forma que por instituições de outros setores, não pertenceriam a elas, mas a seus clientes, possibilitando que se estabelecesse, de forma cogente, a entrega de tais dados por determinação de seu titular.

Com base nessa premissa, desenvolveu-se a iniciativa denominada *Open Banking*⁹ – ou sistema bancário aberto –, que vem se ampliando no mundo para passar a ser *Open Finance* –, que instituiu o compartilhamento de dados entre instituições do mercado financeiro. O *Open Banking* viabiliza, assim, que o titular decida como pretende usar seus dados financeiros, precipuamente para auferir benefícios

9 *The essence of open banking regulations is to recognize the banking clients' right to share their transactional data with authorized third parties and detailed provisions on how to materialize this right* (Briones de Araluze; Cassinello Plaza, 2002, p. 1). No mesmo sentido, é o *Report on open banking and application programming interfaces* elaborado pelo Comitê de Basileia: *Many jurisdictions that are adopting or plan to adopt open banking frameworks have general data privacy laws. These data privacy laws have helped to provide a foundation for the jurisdiction's open banking framework* (BIS, 2019, p. 15).

patrimoniais daí decorrentes, dada a natureza dos produtos e serviços negociados naquele mercado.

A regulação do *Open Banking* tem como objetivo principal ampliar a concorrência no setor bancário¹⁰. Sua ideia central é que quanto mais informações as instituições financeiras têm à disposição sobre seus clientes – e potenciais clientes –, por meio do compartilhamento entre si de dados, como renda e histórico de créditos, supõe-se que melhores serão as ofertas apresentadas (Jarude; Vita; Wandscheer, 2020, p. 90).

Não obstante aquele objetivo principal, é possível vislumbrar o *Open Finance* também como uma política pública que contribui para a efetividade do direito à proteção de dados¹¹. Mas, antes, é importante relembrar algumas regras relacionadas com seu funcionamento no Brasil.

3.2 O *Open Finance* no Brasil

No Brasil, o *Open Banking* – posteriormente rebatizado para *Open Finance* – foi instituído pela Resolução Conjunta do Banco Central do Brasil (BCB) e do Conselho Monetário Nacional (CMN) n. 1/2020 (BCB/CMN, 2020a), editada em maio de 2020¹². Uma das motivações para sua implantação foi o custo do crédito bancário no Brasil, um dos maiores do mundo. O que decorre, dentre outros fatores, da alta concentração bancária brasileira, da baixa mobilidade de clientes entre instituições financeiras e do alto custo do crédito embutido nas taxas de juros (Cavalcante, 2021, p. 17).

10 Trata-se de um “processo de equalização das condições competitivas entre agentes do mercado financeiro” (Mello, 2019).

11 Nesse sentido, Camargo (2022, p. 63): “A hipótese que se pretende verificar admite o *Open Banking* – nos moldes estabelecidos no Brasil – como um projeto que institui procedimentos e ferramentas que, verdadeiramente, aparelham o usuário de instrumentos para o exercício de seus direitos e garantias legais.”

12 Trata-se do *open banking* mandatário, ou *government-driven*, modelo no qual se foca neste artigo. Existe outro modelo conhecido como voluntário, ou *market-driven*, no qual os participantes decidem, voluntariamente, estabelecer o ecossistema, sem regulação cogente. É o caso de Singapura e dos Estados Unidos, dentre outros.

Considerando que a Resolução Conjunta BCB/CMN n. 1/2020 foi editada após a edição da LGPD (Brasil, 2018), foi possível levar em consideração seus princípios e regras no desenho do ecossistema do *Open Finance* brasileiro (Porto; Tolentino, 2021): tratamento de dados baseado no consentimento e possibilidade de sua revogação, direitos de acesso e de portabilidade, princípios da necessidade e da finalidade, necessária segurança tecnológica, etc.

O *Open Finance* consiste em sistemática específica e detalhada que busca traduzir em procedimento operacional o poder conferido ao titular de dados pessoais pela LGPD, no caso, o cliente financeiro. A Exposição de Motivos da Resolução Conjunta BCB/CMN n.1/2020 (BCB/CMN, 2020b, p. 1) deixa claro que um de seus objetivos é “empoderar o consumidor financeiro” e explica que ele “pode consentir com o compartilhamento padronizado de dados e serviços por meio de abertura e integração de sistemas de instituições financeiras e de pagamento, caso vislumbre algum benefício com esse compartilhamento [...]”.

A Resolução Conjunta BCB/CMN n. 1/2020 considera o *Open Finance*, assim, como o “compartilhamento padronizado de dados e serviços por meio de abertura e integração de sistemas” (art. 2º, inciso I). Institui-se, para tanto, sistemática por meio da qual o cliente de uma instituição financeira ou de pagamento tem acesso ao conjunto de informações sobre os relacionamentos que ele mantém com ela. Consideradas como dados pessoais, podem ser informações sobre o cadastro do cliente, os serviços que ele contrata, seu histórico e volume de movimentação de recursos financeiros, de empréstimos e financiamentos e respectivos pagamentos, etc. Como titular desses dados e com condições de acessá-los, o cliente de uma instituição pode determinar que sejam compartilhados com outras instituições financeiras ou de pagamentos do mercado.

Importante ressaltar que não há base de dados centralizada no *Open Finance*. Os dados são compartilhados diretamente pela instituição que os detém (instituição remetente) com a instituição

que os solicitou (instituição receptora), conforme demanda originada desta última, após consentimento do titular dos dados.

No Brasil, a iniciativa engloba as instituições do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), aqui referenciadas, em conjunto, como mercado financeiro. Podem fazer parte, assim, tanto instituições financeiras¹³, aqui incluídas as assim chamadas *fintechs* de crédito¹⁴, quanto instituições de pagamento¹⁵. São participantes obrigatórias, no entanto, apenas as instituições integrantes dos Segmentos 1 (S1) e 2 (S2)¹⁶, ou seja, as maiores instituições do mercado. Todas as demais instituições supervisionadas pelo BCB podem participar voluntariamente, desde que atendam às condições estabelecidas.

O *Open Finance* brasileiro, atualmente, congrega dados cadastrais e transacionais dos clientes, incluindo dados de câmbio, seguros, investimentos e previdência complementar. Permite, ainda, a realização do serviço de iniciação de transação de pagamento.

O BCB e o CMN definiram os princípios, objetivos e as principais regras para o *Open Finance*, mas ficou a cargo das próprias instituições participantes do ecossistema a responsabilidade por implementar de forma padronizada o que foi determinado. O art. 44 da Resolução Conjunta CMN/BCB n.1/2020 (CMN/BCB, 2020a) determinou, assim, que os participantes do *Open Finance* celebrem convenção

13 Disciplinadas pela Lei n. 4.595/1964 (Brasil, 1964), normatizadas pelo CMN e supervisionadas pelo BCB.

14 De acordo com o Financial Stability Board (FSB), considera-se *fintech* a instituição que agrega “inovação tecnológica nos serviços financeiros que possam resultar em novos modelos de negócio, aplicações, processos ou produtos com um efeito material associado nos mercados e instituições financeiras e na prestação de serviços financeiros” (FSB, 2022). “*Fintech* é a junção do *financial* e *technology* (finança e tecnologia)” (Jarude; Vita; Wandscheer, 2020, p. 80). No Brasil, são consideradas *fintechs* a Sociedade de Crédito Direto (SCD) e a Sociedade de Empréstimo Direto (SEP), disciplinadas na Resolução CMN n. 5.050/2022 (CMN, 2022).

15 Disciplinadas pela Lei n. 12.865/2013 (Brasil, 2013) e normatizadas e supervisionadas pelo BCB.

16 A Resolução CMN n. 4.553/2017 (CMN, 2017) e a Resolução BCB n. 436/2024 (BCB, 2024b) classificam as instituições reguladas, conforme seu porte e seus riscos, para fins de regulação proporcional.

a fim de estabelecer uma estrutura de governança responsável pela operacionalização do compartilhamento de dados. Tal convenção deve ser submetida à aprovação do BCB (art. 47).

Trata-se de estrutura privada, sem aporte de recursos públicos, custeada por percentual do patrimônio líquido de seus participantes e cujo conselho é eleito por seus representantes. A Resolução BCB n. 400/2024 (BCB, 2024a), que dispõe sobre as diretrizes para o estabelecimento da Estrutura de Governança do *Open Finance*, prevê, ainda, a participação de dois membros independentes em seu órgão de direção superior (art. 8º, inciso II), que devem desempenhar suas atividades em favor da competição, da inovação, da segurança e privacidade de dados, bem como da proteção do consumidor, com equilíbrio entre o interesse público e os interesses privados (art. 9º, § 2º).

Além da definição de padrões tecnológicos e procedimentos operacionais, a estrutura de governança também ficou responsável, dentre outros, pelo encaminhamento de demandas de clientes; pelo tratamento e resolução de disputas entre instituições participantes; pelo ressarcimento entre os participantes; pelo repositório de participantes; pela previsão de direitos e obrigações dos participantes, além dos previstos na regulação; e pela comunicação com a sociedade acerca da implementação do *Open Finance*, das responsabilidades e das atribuições dos participantes e dos resultados alcançados (art. 44).

Importante observar que esse compartilhamento de dados no mercado financeiro se amolda à ideia de portabilidade de dados, prevista no art. 18, inciso V, da LGPD (Brasil, 2018). O direito de acesso (art. 18, inciso II, da LGPD) é importante, uma vez em que permite ao titular tomar conhecimento das informações que diferentes agentes detêm a respeito dele, inclusive aqueles que integram o mercado financeiro. Não obstante isso, é o direito à portabilidade que permite que ele utilize essas informações para obter melhores produtos e serviços com outros fornecedores, trazendo especial impacto para o funcionamento de mercados e sua dinâmica de concorrência.

Considerando que a LGPD não detalhou os procedimentos para exercício do direito à portabilidade de dados – nem seria factível fazê-lo, já que se trata de legislação transversal, trazendo regras gerais e comuns a todos os setores¹⁷ –, o *Open Finance* é, em verdade, a operacionalização do direito a portabilidade de dados no âmbito do mercado financeiro, uma vez que estabelece procedimentos e prazos de acordo com os quais a solicitação do titular deve ser atendida (formato, sistemática tecnológica de disponibilização, interoperação entre quem fornece os dados e quem os recebe, etc.)¹⁸. Sem esse detalhamento, aquele direito se reduz a norma programática.

Pode-se considerar, assim, que a regulamentação do *Open Finance* complementa a LGPD no tocante à sistemática de portabilidade de dados em um setor específico, o mercado financeiro¹⁹, na linha do quanto comentado que vem ocorrendo com as leis de proteção de dados de 4ª geração, reforçadas por normas setoriais conexas.

4 A RELAÇÃO DE RETROALIMENTAÇÃO ENTRE A EFETIVIDADE DO DIREITO À PROTEÇÃO DE DADOS E O *OPEN FINANCE*

Sabe-se que projetos que pretendem promover mudanças na estrutura de um dado mercado costumam levar tempo para alcançar maturidade plena. Não obstante, tudo indica que as iniciativas de *Open Banking* pelo mundo estão caminhando dentro do esperado, apesar de ainda ser cedo para infirmar conclusões a respeito de efetiva e substancial mudança na concorrência dos mercados financeiros.

17 A LGPD (Brasil, 2018), contudo, atribui à Autoridade Nacional de Proteção de Dados (ANPD) competência para dispor sobre padrões de interoperabilidade para fins de portabilidade (art. 40).

18 “Compreende-se que o *Open Finance* provê aos titulares a materialização de um direito que, a princípio, está apenas no papel. Afinal, como o titular exercerá seu direito à portabilidade se as instituições não estiverem devidamente preparadas para transferir os dados entre elas?” (Sasdeli, 2023, p. 258).

19 “O sistema financeiro aberto, assim, é capaz de fortalecer e materializar direitos previamente estipulados pela própria LGPD” (Sasdeli, 2023, p. 258).

4.1 A condução do *Open Finance* centrada nos clientes para gerar seu engajamento

Fracassi e Magnuson (2021, p. 370), da mesma forma, entendem que ainda é cedo para dizer de que forma o *Open Banking* alterará o mercado bancário para os consumidores no Reino Unido, primeiro país a implementá-lo como ecossistema, pois as regras continuam a ser emitidas e revistas e os bancos ainda estão trabalhando na atualização das suas plataformas. Veem, no entanto, sinais de que as regras introduziram mais concorrência no mercado financeiro. Ao mesmo tempo, veem razões para atenção, relacionadas com a confiabilidade dos sistemas e o pouco conhecimento da ferramenta pelos clientes.

No Brasil, considerando que se trata de política pública ainda mais recente, estudo que analisou os números a ela relacionados concluiu que está caminhando conforme esperado (Tolentino; Cataldo, 2023, p. 324)²⁰. Os primeiros resultados mostram uma tendência de crescimento no total de consentimentos e pedidos de compartilhamento de dados, sugerindo um caminho positivo em direção aos objetivos estabelecidos pelo BCB. Alerta, no entanto, para a quantidade de dados trocados apenas entre algumas instituições, indicando concentração no perfil de acesso ao ecossistema²¹, o que pode prejudicar o objetivo de estimular a concorrência.

Não obstante um início animador²², há, sem dúvida, espaço para melhoria no funcionamento do *Open Finance* no Brasil, de modo que possa cada vez mais alcançar seus objetivos. É tratado aqui, então, um aspecto específico digno de atenção: o engajamento do público

20 No estudo, buscava-se responder à seguinte pergunta: “[O]s dados iniciais de acesso ao *Open Finance* Brasil sugerem que a política vem evoluindo da forma esperada no sentido do estímulo à competição no sistema financeiro brasileiro?”

21 Identificou-se que apenas oito instituições eram responsáveis por 97,5% dos pedidos recebidos e as mesmas oito com duas adicionais respondiam por 97,9% dos pedidos transmitidos (Tolentino; Cataldo, 2023, p. 332).

22 O País chamou atenção pelo rápido crescimento do ecossistema. Em um ano de funcionamento, já contava com mais de 5 milhões de contas acessadas, marco que só foi alcançado pelo pioneiro britânico após quatro anos de funcionamento (Natwest; Accenture, 2023, p. 50).

na iniciativa. Tendo em vista que o compartilhamento de dados no âmbito do *Open Finance* depende do consentimento do cliente, vê-se que o sucesso dessa iniciativa depende de seu engajamento. Não basta que as instituições com maiores bases de dados do mercado participem do ecossistema, mas, sobretudo, que os clientes confiem no projeto e deem o consentimento para o compartilhamento de suas informações.

Briones de Araluze (2022, p. 348) analisaram a iniciativa no Reino Unido e concluíram que está longe de seu potencial – *however, despite its potential, adoption has been unimpressive*. Para alavancar a participação da população no *Open Banking*, os clientes precisam compreender os benefícios do compartilhamento de seus dados financeiros e a segurança inerente à regulação do *Open Banking* (Briones de Araluze, 2022, p. 354)²³, ou seja, a sua regulação deve estar mais centrada no cliente bancário (Briones de Araluze; Plaza, 2022, p. 7), titular dos dados compartilhados:

A atual perspectiva orientada pelo lado da oferta deve ser completada com uma compreensão da dinâmica de adoção orientada pelo lado da demanda. É, pois, necessário deslocar o foco atual do ecossistema do fornecedor para o usuário (Briones de Araluze, 2022, p. 354, tradução nossa).

A perspectiva do cliente é crucial para compreender a essência do *Open Banking* como um “direito de compartilhar” e não como um “direito de acessar” (Briones de Araluze; Plaza, 2002, p. 7), o que ocorreria se o víssemos sob a perspectiva da instituição receptora de

23 No mesmo sentido: “A despeito de uma média mensal de 49 milhões de compartilhamentos de dados entre os participantes do *Open Banking* do Reino Unido, segundo dados da OBIE, ainda há muita reticência dos cidadãos sobre a segurança e as potencialidades da iniciativa” (Carvalho, 2020, p. 215). No Brasil, segundo o *EY Open Banking Opportunity Index*, 31% dos consumidores disseram estarem preocupados com os riscos cibernéticos associados ao *Open Banking* e 36% disseram que pretendem manter seus dados bancários o mais privado possível (EY Global, 2024).

dados (*supply driven*). Não é à toa que se tornou comum ver agentes de mercado se referindo a essa iniciativa como uma permissão para que as instituições do mercado financeiro compartilhem os dados do cliente, de acordo com a autorização deste. Trata-se, claramente, de uma construção linguística que denota uma visão que relega a participação do titular dos dados pessoais a um segundo plano.

Na realidade, contudo, quando a enxergamos como uma política pública que está precipuamente a serviço do titular de dados pessoais e não dos agentes de mercado, é fácil concluir que a perspectiva mais adequada é de um ecossistema que permite ao cliente determinar à instituição do mercado financeiro com a qual mantém relacionamento que compartilhe seus dados com outra instituição participante que ele autorizar. Resta clara, assim, a necessária centralidade do cliente para o pleno funcionamento da iniciativa (*demand driven*).

Pesquisa realizada no Reino Unido, entretanto, revelou que apenas uma em cada quatro pessoas tinha ouvido falar do *Open Banking* e que, das que tinham ouvido falar, apenas uma em cada cinco sabia o que significava (Warwick-Ching, 2019 *apud* Fracassi; Magnuson, 2021, p. 370). Outra pesquisa mostrou que três quartos dos consumidores nos EUA e no Canadá consideram pouco ou muito improvável que autorizem a instituição financeira da qual é cliente a compartilhar informações com terceiros sobre suas contas, histórico de transações, visão geral dos fundos e outros dados²⁴.

Os consumidores da Europa e de Singapura – os outros mercados pesquisados –, por sua vez, têm maior tendência a compartilhar seus dados, mas, ainda assim, a maioria deles (53% na Europa e 57% em Singapura) afirma que é pouco provável que autorize sua instituição financeira a fazê-lo (Streeter, 2019).

Recentemente, o *Datafolha* realizou pesquisa no Brasil com o objetivo de verificar o conhecimento e a avaliação do conceito *Open Finance* da população bancarizada²⁵. Os resultados da pesquisa indicam

24 Realizada pela Consultoria Simon-Kucher & Partners (Streeter, 2019).

25 A pesquisa foi encomendada pela Zetta, associação sem fins lucrativos que representa empresas de tecnologia que oferecem serviços financeiros digitais

um conhecimento mediano da população acerca do *Open Finance*: 45% dos entrevistados conhecem o *Open Banking* ou *Open Finance*, porém a maioria se considera pouco ou mais ou menos informada sobre o tema. O conhecimento, como esperado, é maior entre os economicamente ativos e entre pessoas com maior escolaridade e classe econômica (Zetta; Novaes, 2024, p. 106).

Outro dado que chamou atenção nessa pesquisa diz respeito à alta taxa de consumidores que não souberam apontar benefícios decorrentes do *Open Finance*: 36% (Zetta; Novaes, 2024, p. 107). Concluiu-se, desse modo, que “ainda existe um longo caminho no sentido de aproximar o *Open Finance* da realidade do dia a dia das pessoas” (Zetta; Novaes, 2024, p. 106).

A esse respeito é importante ressaltar que o *Open Finance*, ao contrário do Pix, não é um produto em si, mas uma ferramenta para desenvolvimento e disponibilização de produtos e serviços. Por isso é natural que seu conhecimento pelo público em geral seja difundido de maneira mais lenta, à medida que os agentes de mercado passarem a oferecer produtos e serviços a seus clientes baseados no uso dessa ferramenta.

De toda forma, resta evidente o escasso conhecimento sobre o *Open Finance* por pessoas não ligadas ao mercado financeiro, inclusive dentre aqueles que podemos considerar como educados financeiramente. Como consequência, a literatura comenta exaustivamente a dificuldade, no Brasil, de fazer o cliente consentir²⁶.

Mas como o *Open Finance* pode estar mais centrado no público, fazendo com que este se engaje mais? Acredita-se que um caminho possível é estimular que o direito à proteção de dados pessoais se torne mais efetivo, uma vez que o empoderamento do titular de dados e uma maior consciência quanto ao potencial de uso e benefícios de

“com o mesmo valor: a tecnologia deve dar liberdade de escolha para pessoas e empresas cuidarem do seu dinheiro e tomarem as melhores decisões para elas, para seus dados e para seus clientes” e publicada no estudo *Lições para o Futuro do Open Finance*, de autoria de Zetta e Novaes (2024, p. 103 et seq.).

26 Cf., dentre outros, Tolentino e Cataldo (2023).

seus dados pode fazer com que ele se sinta mais estimulado a aderir ao *Open Finance*. Essa iniciativa, dependendo de seu desenho e de sua forma de funcionamento, pode, então, servir também ao propósito de estimular a efetividade do direito à proteção de dados pessoais, em verdadeira relação de retroalimentação, como será comentado na sequência.

4.2 O *Open Finance* como instrumento de estímulo à efetividade do direito à proteção de dados

Como mencionado, a vida em sociedade, atualmente, depende de um intenso trânsito informacional. Mas não se ignora as dificuldades do titular para ter controle sobre a circulação de seus dados, tanto em razão das extensas regras colocadas por quem pretende coletar dados, quanto pela grande dispersão desses dados, sendo difícil saber exatamente todas as pessoas a quem eles foram entregues.

Pesquisa estimou que, para ler todas as políticas de privacidade dos sites em média acessados por um usuário americano em um ano, seriam necessárias 201 horas (McDonald; Cranor, 2008, p.). Nem é preciso comentar a dificuldade que seria para uma pessoa média ler, de fato, todas essas regras antes de ter acesso a cada produto ou serviço pretendido.

Ainda que o titular tenha previsto na legislação a necessidade de seu consentimento para o tratamento de seus dados²⁷ – dentre outras bases legais de tratamento – e seu direito de acesso a seus dados detidos por outros, a verdade é que, na prática, é difícil até mesmo saber todas as pessoas a quem se entregou dados. E, mesmo que se soubesse, não há um procedimento padronizado para o exercício do

27 Uma previsão normativa rígida quanto ao consentimento não é garantia de que o cidadão estará apto, efetivamente, a exercer o controle de seus dados pessoais, sendo necessária a disponibilização de mecanismos que a ela deem vazão (Bioni, 2021, p. 173). No mesmo sentido, Camargo (2022, p. 66): “O controle do indivíduo sobre seus dados pessoais não é baseado apenas em consentimento, mas em conhecimento sobre sua coleta e tratamento”

direito de acesso, tampouco para determinar o compartilhamento de tais dados, conforme comentado a respeito do direito à portabilidade.

Isso pode levar a certo desânimo por parte das pessoas em buscarem tais informações, por sentirem que não é realmente possível ter esse controle na prática²⁸. Tal resignação seria, assim, fruto da descrença na sua habilidade para controlar suas informações pessoais, sendo a prometida autodeterminação informacional estrangulada em meio a uma relação assimétrica (Bioni, 2021, p. 155). No fundo, os consumidores desejam ter maior controle sobre o uso de seus dados pessoais, mas, ao mesmo tempo, reconhecem que têm pouca gerência sobre tal situação (Bioni, 2021, p. 154). Isso, claro, gera um círculo vicioso de desincentivo para acompanhar efetivamente a circulação dos dados de sua titularidade.

Nem de longe se cogita que o livre mercado será capaz de equilibrar as relações atinentes à cessão de uso de dados pessoais, notadamente em razão da (hiper)vulnerabilidade do titular de dados²⁹. Em um mercado não regulamentado, os titulares de dados pessoais poderiam ser convencidos a autorizar o uso de suas informações sem compreenderem completamente como elas poderiam ser utilizadas, ou o grau em que a sua privacidade seria comprometida pela transação (Victor, 2013, p. 518).

Diante de tantas dificuldades, os titulares acabam se preocupando apenas em estabelecer barreiras mínimas ao acesso a seus dados, quando possível, em um viés puramente restritivo do direito à proteção de dados, como liberdade negativa, mas não exercem o poder de efetivo controle do trânsito informacional de seus dados, tampouco buscam oportunidades que lhe sejam benéficas com seu uso, no que

28 “Admitindo tamanha dificuldade, em geral, os usuários acabam entendendo pela impossibilidade da adoção de proteção sobre seus dados e, muitas vezes, optam por não se preocupar com o risco de tratamentos ilegais, já que não encontram meios de se proteger contra tal prática” (Camargo, 2022, p. 73).

29 Como consequência, a intervenção em favor de tais titulares deve ter por objetivo “a recomposição da igualdade jurídica, corrigindo os elementos fáticos de desigualdade” (Miragem, 2008, p. 23).

se está entendendo como uma faceta ativa do direito à proteção de dados.

Além disso, o maior uso de dados e, conseqüentemente, de seu compartilhamento, além de ter potencial para trazer benefícios para seu titular, também incrementa os riscos associados a seu uso ou armazenamento indevidos³⁰.

É desejável, por isso, que eventual aumento no trânsito de dados seja acompanhado de maior monitoramento quanto ao respeito às regras de proteção de dados pessoais³¹. Esse monitoramento pode advir tanto de autoridades constituídas quanto de autorregulação do mercado, mas especialmente por meio da atribuição de ferramentas para que seu titular o possa fazer diretamente.

Nesse sentido, defende-se que estratégias regulatórias complementares para a proteção de dados pessoais devem incluir, por um lado, o “empoderamento do indivíduo para exercer um controle significativo sobre seus dados pessoais” e, por outro, levar em consideração que o fluxo de informações pessoais não deve se submeter, tão somente, à lógica dos interesses econômicos em jogo (Bioni, 2021, p. 43).

É o cidadão, assim, dependente não apenas de intervenção regulatória que prescreva o seu direito à autodeterminação informativa, mas, sobretudo, que promova a sua operacionalização (Bioni, 2021, p. 176). Muito se comenta, nesse sentido, sobre a necessidade de serem desenvolvidas ferramentas, especialmente de tecnologia da

30 “Ao tratar, entretanto, de enormes volumes de dados, naturalmente surgem alguns riscos, como um possível descontrole no compartilhamento dos dados e a possibilidade de ocorrência de incidentes de segurança da informação (vazamentos de informações, ataques hackers, invasões de malwares, etc.)” (Sasdeli, 2023, p. 251).

31 No mesmo sentido, Camargo (2022, p. 68-69): “Ao mesmo tempo em que é preciso promover a autonomia dos usuários sobre seus dados pessoais, é necessário que tal garantia seja acompanhada de medidas que impeçam o impacto negativo desse fluxo ‘aparentemente’ livre de informações”.

informação, que auxiliem os cidadãos na jornada de efetivo controle de seus dados³².

É aqui, então, que se localiza o *Open Finance* como iniciativa setorial que estabelece ferramenta que pode servir para estimular a efetividade do direito à proteção de dados pessoais especificamente do cliente financeiro. Ele, como comentado, tem também como objetivo, posto expressamente em muitas jurisdições, inclusive no Brasil, de empoderar o cliente financeiro a respeito de seus dados (Porto, Tolentino, 2021). Uma vez que ele apenas se tornou possível, em sua versão cogente, em razão da definição da titularidade dos dados pessoais pela pessoa a quem eles se referem, é salutar que ele também leve contributos à efetividade desse direito.

Importante deixar claro, desde logo, que tal ideia não se baseia apenas no fato de o *Open Finance* demandar o consentimento do cliente para o compartilhamento de seus dados, uma vez que já é reconhecida a insuficiência dessa base de tratamento para viabilizar a efetiva autodeterminação informativa do cidadão na atualidade. O uso desmedido do consentimento é considerado uma das causas da passividade do cidadão quanto ao fluxo de suas informações pessoais (Bioni, 2021, p. 12).

Ocorre que o *Open Finance*, para além de demandar o consentimento do cliente financeiro para o compartilhamento de seus dados, consiste em ecossistema que segue regras pormenorizadas para isso, advindas tanto do Estado quanto da autorregulação. Ele se beneficia, ainda, da supervisão mais próxima de um regulador setorial, no caso, o BCB, a quem cabe verificar se aquelas regras estão, de fato, sendo cumpridas, o que tende a conferir maior segurança ao usuário.

32 Bioni (2021, p. 172) trata, especialmente, das Tecnologias de Facilitação da Privacidade – *Privacy Enhancing Technologies* (PETs) –, defendendo que elas podem “regenerar a atrofiada estratégia regulatória encampada por uma extensa adjetivação do consentimento que não encontra simetricamente meios a lhe dar vazão”, uma vez que “essa é uma agenda que necessita ir além do plano teórico, devendo ser objeto de qualquer estratégia regulatória que pretenda colocar em curso uma proteção de dados pessoais mais efetiva”

Cabe lembrar, nesse sentido, que as instituições participantes do *Open Finance* devem cumprimento não apenas à norma específica relativa a essa iniciativa, mas a todo o conjunto de normas estabelecido pelo CMN ou pelo BCB, conforme o caso. Além disso, se submetem ao arcabouço sancionatório posto à disposição do BCB em relação às entidades por ele supervisionadas³³, para os casos de descumprimento da regulação.

Outra vantagem é que tal iniciativa disponibiliza instrumentos efetivos, ou seja, de fácil usabilidade pelos usuários, para o controle do trânsito de seus dados. É previsto que as instituições participantes mantenham “centrais de controle” em seus aplicativos, para que os clientes possam acessar facilmente e saber quais consentimentos foram concedidos, para quem, com qual(is) finalidade(s) e por qual prazo, empoderando seu titular.

Acredita-se, assim, que, diante das citadas características do *Open Finance*, é possível que essa iniciativa seja utilizada como ferramenta que faça o titular de dados voltar a confiar na aplicabilidade prática das regras de proteção de dados pessoais³⁴ e ter efetivo controle sobre o trânsito informacional de seus dados, passando a fazer uso mais racional e efetivo deles para alcançar seus objetivos individuais.

É desse modo que o *Open Finance* pode ser considerado, para além de seu objetivo principal de aumentar a concorrência no mercado financeiro, como uma política pública que pode contribuir para a efetividade do direito à proteção de dados dos clientes financeiros e mesmo uma iniciativa setorial que inspire outros setores a estabelecer

33 Consubstanciado na Lei n. 13.506/2017 (Brasil, 2017).

34 “Sem a confiança dos consumidores na forma com que seus dados são tratados, não há como existir desenvolvimento sustentável da nossa economia cada vez mais orientada para a informação” (Gencarelli, 2021; Doneda, 2021, p. 13).

ecossistemas similares, o que poderia conduzir, no futuro, a um *Open Data* mais amplo³⁵, a exemplo do que está sendo feito na Austrália³⁶.

Para alcançar, no entanto o objetivo de incentivar a efetividade do direito à proteção de dados pessoais e, assim, ampliar o engajamento de seu público, o *Open Finance* pode passar por aprimoramentos que aumentem a confiança do cliente financeiro tanto em sua segurança quanto na possibilidade de obtenção de benefícios com o uso de seus dados pessoais.

5 MELHORIAS NO *OPEN FINANCE*: CONTRIBUIÇÃO PARA AUMENTO DA EFETIVIDADE DA PROTEÇÃO DE DADOS PESSOAIS E DO ENGAJAMENTO DO PÚBLICO

O efetivo aproveitamento dos potenciais benefícios do *Open Finance* pelos clientes do mercado financeiro depende da adoção de medidas destinadas a promover seu maior engajamento para usar tal iniciativa.

Primeiro, devem ser adotadas medidas voltadas para aperfeiçoar a comunicação para o público em geral quanto à existência do *Open Finance* e de seus potenciais benefícios para o cliente do mercado financeiro (Streeter, 2019; Damaso, 2024). Depois, precisam ser empreendidas medidas para desenvolver a confiança do titular de

35 “O Open Data precisa acontecer em outros setores [...], empoderando os usuários sobre seus próprios dados” (Carvalho, 2020, p. 224). “A transformação do *Open Finance* em um Sistema aberto em que informações de diversos segmentos, além do financeiro, como o de investimentos, seguros, telefonia e outros serviços públicos sejam livremente compartilhadas pelos consumidores parece ser o caminho natural de desenvolvimento dessa infraestrutura” (Vidigal Neto, 2024, p. 103); e, ainda, “[...] seria salutar que a estrutura de governança definitiva do *Open Finance* venha a ter, entre as suas atribuições e objetivos, a busca da construção de um sistema de compartilhamento de dados e serviços eficiente, inclusive em relação a outros segmentos da economia” (p. 104).

36 O *Open Banking* australiano tem escopo de dados mais amplo, pois se ampara no *Consumer Data Right*, aplicável a todos os setores. O compartilhamento de dados iniciou-se pelo setor financeiro, estando prevista a expansão, inicialmente, para os setores de energia e telecomunicações e depois para outros.

dados quanto ao bom funcionamento do *Open Finance* (Ragazzo; Tolentino; Cataldo, 2022).

A comunicação com o público foi atribuída à Estrutura de Governança do *Open Finance* e, apesar de em seu sítio eletrônico trazer informações úteis e esclarecimentos necessários quanto ao funcionamento e os potenciais benefícios do *Open Finance* (*Open Finance* Brasil, 2024), infelizmente, até junho de 2025, não houve divulgação suficiente para atrair a atenção do público em geral.

Tal estrutura, ainda que sob a supervisão do BCB, é dirigida pelos agentes de mercado participantes, o que pode, por si só, despertar certa desconfiança do público em geral quanto à imparcialidade das informações ali divulgadas.

Por tais razões, sugere-se que o BCB, dotado da devida neutralidade, também promova a divulgação de informações sobre o *Open Finance* visando conscientizar o cliente do mercado financeiro sobre seus benefícios e passar a confiança de que pode controlar seus dados, bem como que o ecossistema está preparado para assegurar a proteção de seus dados.

Além de ter acesso ao ecossistema do *Open Finance*, o cliente precisa saber avaliar quais as melhores oportunidades de produtos e serviços que pode obter por meio dele³⁷. Assim, é necessário ampliar as iniciativas de educação financeira especificamente direcionadas às funcionalidades do *Open Finance*³⁸.

37 “Para usufruir dos benefícios do *Open Finance*, é preciso que o cliente tenha capacidade financeira para conhecer o projeto, decidir se participa ou não e, uma vez participando, não assumir riscos indevidos, tirando o melhor proveito das oportunidades derivadas dessa política. A capacidade financeira está associada à habilidade que um indivíduo tem de navegar o sistema, é mais que meramente acessá-lo. É conhecer os produtos financeiros disponíveis, ter capacidade de identificar quais atendem às necessidades do momento para, em seguida, conseguir comparar ofertas e escolher a que melhor atende os próprios interesses respeitando as limitações de recursos” (Ragazzo; Tolentino; Cataldo, 2022, p. 22).

38 “Um elemento fundamental que tem se mostrado de extrema relevância nas experiências internacionais é a educação dos cidadãos no novo cenário de compartilhamento de informações financeiras” (Carvalho, 2020, p. 215).

Ainda no campo da confiança, entende-se necessária a adoção de medida destinada a assegurar que a participação do cliente no *Open Finance* decorra do seu efetivo e livre³⁹ consentimento⁴⁰.

As regras que regem a forma de obtenção do consentimento do cliente⁴¹ devem ser rigorosamente observadas na prática, devendo-se evitar, a mera transposição do consentimento negocial para o regime do *Open Finance*, cuja manifestação precisa ser conduzida mediante suas próprias características (Mendes, 2014, p. 50-51).

Ao solicitar o consentimento para o compartilhamento de dados por meio do *Open Finance*, portanto, a instituição solicitante precisa deixar as finalidades claras e bem delimitadas para o cliente, eis que a previsão de propósitos genéricos não é compatível com o princípio da finalidade previsto na LGPD⁴².

No que se refere a esse aspecto, entende-se ser necessário:

a) desenvolver mecanismos para que se possa fiscalizar o cumprimento da finalidade atrelada à obtenção do consentimento do cliente para participar do *Open Finance*⁴³, havendo espaço para

39 “O adjetivo livre nos remete à ideia de uma ação espontânea que não é objeto de pressão, mas, pelo contrário, de livre-arbítrio caracterizado pela tomada de uma escolha em meio a tantas outras que poderiam ser feitas por alguém” (Bioni, 2021, p. 189).

40 O aumento do compartilhamento de dados financeiros levanta uma questão difícil de consentimento, que envolve a forma de determinar se um consumidor concordou verdadeiramente e de maneira informada com os termos do compartilhamento (Fracassi; Magnuson, 2021, p. 373).

41 Manifestação livre, informada, prévia e inequívoca de vontade, feita por meio eletrônico, pela qual o cliente concorda com o compartilhamento de dados ou de serviços para finalidades determinadas. Deve I – ser solicitado por meio de linguagem clara, objetiva e adequada; II – referir-se a finalidades determinadas; III – ter prazo de validade compatível com as finalidades de que trata o inciso II; IV – discriminar a instituição transmissora de dados ou detentora de conta, conforme o caso; V – discriminar os dados ou serviços que serão objeto de compartilhamento; VI – incluir a identificação do cliente; e VII – ser obtido após a data de entrada em vigor desta Resolução Conjunta – arts. 2º, inciso VIII, e 10, § 1º, da Resolução Conjunta BCB/CMN n. 1/2020 (BCB, 2020a).

42 A realização do tratamento para propósitos legítimos, específicos, explícitos e informados ao titular, sem possibilidade de tratamento posterior de forma incompatível com essas finalidades (art. 6º, inciso I).

43 “As instituições receptoras devem compreender que, após receberem os dados, elas não podem simplesmente utilizá-los como bem entenderem, principalmente

estudos sobre se é viável a estipulação da rastreabilidade dos dados fornecidos pelo cliente⁴⁴;

b) aperfeiçoar a regulação do *Open Finance* para absorver o comando do art. 16 da LGPD⁴⁵ de modo a instituir hipóteses, não exaustivas, nas quais se considera exaurida a finalidade do tratamento dos dados e que por isso, devem ser eliminados.

Outra sugestão passa pela representação de todas as partes interessadas no *Open Finance* em sua Estrutura de Governança (Vidigal Neto, 2024, p. 88). A regulação teve a preocupação de equilibrar a participação dos representantes das diversas categorias participantes do ecossistema⁴⁶, mas não previu a participação de representante dos clientes. Se o *Open Finance* deve ser moldado para estar a serviço deles, é necessário que possam influenciar em sua modelagem, para que suas efetivas e atuais necessidades sejam levadas em consideração quando da definição da operacionalização do compartilhamento de dados.

A Resolução BCB n. 400/2024 (BCB, 2024a) previu a participação de dois membros independentes no órgão de direção superior da Estrutura de Governança do *Open Finance* (art. 8º, inciso II) que devem desempenhar suas atividades, dentre outros, em favor da proteção do consumidor (art. 9º, § 2º). Poder-se-ia cogitar que tais representantes independentes cumprissem o papel de representantes

considerando a possibilidade de novos compartilhamentos” (Sasdeli, 2023, p. 251).

44 “Uma característica importante do compartilhamento de dados é a rastreabilidade. A ideia subjacente à rastreabilidade é garantir que os dados são rastreados à medida que passam de uma parte para outra. A rastreabilidade é essencial para proteger os dados e impedir que sejam utilizados para fins não autorizados. Também permite que os consumidores vejam para onde vão os seus dados e como estão sendo utilizados” (Fracassi; Magnuson, 2021, p. 359, tradução nossa).

45 Lei n. 13.709/2018, art. 16: “Os dados pessoais serão eliminados após o término de seu tratamento, no âmbito e nos limites técnicos das atividades, autorizada a conservação para as seguintes finalidades: I – cumprimento de obrigação legal ou regulatória pelo controlador; II – estudo por órgão de pesquisa, garantida, sempre que possível, a anonimização dos dados pessoais; III – transferência a terceiro, desde que respeitados os requisitos de tratamento de dados dispostos nesta Lei; ou IV – uso exclusivo do controlador, vedado seu acesso por terceiro, e desde que anonimizados os dados” (Brasil, 2018).

46 Art. 8º, inciso I, da Resolução BCB n. 400/2024 (BCB, 2024b).

dos interesses dos clientes (Vidigal Neto, 2024, p. 99). Ocorre que, indiretamente, eles são eleitos pelos próprios agentes de mercado, sem qualquer participação dos clientes nessa escolha⁴⁷. Falta-lhes, assim, o vínculo necessário com essa categoria, de modo que sejam considerados aptos a levar suas efetivas necessidades para aquela estrutura de governança. Consequentemente, também não possuem qualquer dever de prestação de contas para os clientes do mercado financeiro. Há, ainda, dificuldade adicional, consistente no múltiplo mandato, uma vez que a proteção do consumidor, por vezes, pode ser incompatível com a promoção da competição e da inovação.

Recomenda-se, então, que um dos conselheiros independentes tenha mandato único de defesa dos interesses dos clientes do mercado financeiro e sua escolha tenha a participação de entidades de defesa do consumidor, a exemplo do que é feito na entidade de governança do *Open Banking* do Reino Unido, que contempla dois representantes dos consumidores com direito a voto, e do Comitê Consultivo responsável por desenvolver os padrões técnicos no *Open Banking* da Austrália⁴⁸.

Por fim, sugere-se a adoção de medida que incentive postura ativa dos clientes do mercado financeiro ao usarem os benefícios do *Open Finance*.

Atualmente, os clientes têm apresentado postura passiva, pois concedem seu consentimento apenas quando demandados pela instituição para onde os dados seriam remetidos e, mesmo assim, provavelmente incertos quanto aos benefícios que podem daí advir. Com os aprimoramentos sugeridos no desenho da política pública em questão, espera-se que os clientes possam buscar, de maneira mais ativa, oportunidades nas quais o compartilhamento de dados

47 São eleitos pelos demais integrantes do órgão de direção superior – art. 7º, inciso VI, da Resolução BCB n. 400/2024 –, que, por sua vez, são indicados por grupos de instituições participantes – art. 8º, inciso I (BCB, 2024b).

48 É composto por representantes de cada um dos quatro maiores bancos e de alguns menores, de *fintechs*, de empresas de tecnologia, dos direitos dos consumidores e da privacidade e dos setores de energia e de telecomunicações.

poderia lhes trazer vantagens financeiras⁴⁹, de modo que eles possam manipular os seus dados pessoais, em vez de terem suas preferências de privacidade informacional manipuladas (Bioni, 2021, p. 199).

Para que isso aconteça, deveria ser disponibilizada ferramenta que permita ao cliente determinar o envio de seus dados, que constem da instituição com a qual mantenha relacionamento, a outra(s) com a(s) qual(is) não tem relacionamento – mas cogita ter –, por iniciativa própria, independentemente de a(s) última(s) lhe(s) oferecer(em) esse compartilhamento, ou seja, sem que o compartilhamento de dados pelo cliente esteja limitado a uma proposta da potencial instituição receptora⁵⁰.

Em uma jornada do consentimento desse tipo, caberia às instituições destinatárias aceitar ou não tal compartilhamento. Aceitando, ficariam obrigadas a cumprir com as regras aplicáveis a todo e qualquer destinatário que tivesse iniciado o pedido de compartilhamento de dados, por meio da jornada tradicional.

Admite-se que tais sugestões podem contribuir para tornar o *Open Finance* como arquitetura de rede que promove o encontro entre o arranjo jurídico-normativo da privacidade informacional com a realidade que lhe é subjacente, com potencial para criar formas para o consentimento do titular de dados pessoais (Bioni, 2021, p. 200), nutrindo sua capacidade de controlá-los e contribuindo para a efetividade desse direito, ao mesmo tempo em que se beneficia desse empoderamento do titular dos dados.

Espera-se seja criada uma zona de interferência em que seja assegurada autonomia genuína e coerente com o valor social da proteção dos dados pessoais, com o devido tratamento da dualidade

49 No mesmo sentido, Camargo (2022, p. 68): “Ao se reduzirem as falhas de mercado tratadas e conferir o devido empoderamento aos usuários de seus dados, poderá ocorrer um compartilhamento de dados mais ativo no mercado de forma geral”.

50 Em sentido similar, Sasdelli (2023, p. 254): “Uma alternativa seria o desenvolvimento de ambiente único para a operacionalização do *Open Finance*. Nesse cenário, poderia ser desenvolvido um aplicativo digital em que o cliente pudesse disponibilizar seus dados e buscar pelas melhores opções do mercado, sem precisar fazer várias solicitações de compartilhamento, em diversas instituições”.

da percepção de que o titular dos dados pessoais amarga uma (hiper)vulnerabilidade, que se soma à percepção de que demanda, respectivamente, seu empoderamento para emancipá-lo e sua intervenção para assisti-lo (Bioni, 2021, p. 276).

6 CONCLUSÃO

Demonstrou-se que, se o *Open Finance* for conduzido de modo a contribuir para a efetividade do direito à proteção de dados pessoais dos clientes do mercado financeiro, pode-se, também, melhor atingir seus próprios objetivos como ecossistema voltado para o compartilhamento de dados dos usuários desse setor.

Para aumentar o alcance dos objetivos do *Open Finance*, no entanto, é preciso realizar melhorias em sua condução, para cujo endereçamento formularam-se sugestões de medidas.

A lógica que norteou a formulação de tais sugestões pede mais foco no cliente e em seu engajamento, mediante a ampliação da divulgação sobre os potenciais benefícios do *Open Finance* e do incremento da conscientização do cliente e do seu nível de confiança para usar tal ecossistema, devendo o BCB assumir protagonismo para colocar em prática tais medidas.

Igual raciocínio foi utilizado para formular as sugestões de alteração da regulação para permitir a participação de efetivo representante dos clientes do mercado financeiro na Estrutura de Governança do *Open Finance* e da criação de ferramenta que possibilite ao cliente ser protagonista em iniciar o compartilhamento de seus dados, em busca de melhores condições de mercado.

Como política pública, o *Open Finance* deve trazer benefícios para o cliente do mercado financeiro. É preciso, no entanto, que o cliente o perceba como uma política pública que viabiliza o controle do uso de seus dados para contribuir com a melhoria de sua vida, por meio de seu desenvolvimento econômico e social.

Titulares de dados mais cientes de seus direitos, dos potenciais benefícios que podem advir do uso de seus dados pessoais e, principalmente, dos riscos inerentes ao tratamento e ao compartilhamento desses dados, podem se empoderar e, em decorrência, alcançar melhor qualidade de vida.

O *Open Finance* deve, assim, encontrar um equilíbrio com a LGPD entre as inovações e eficiências econômicas, por um lado, e a preservação dos direitos dos indivíduos e da própria sociedade, por outro, devendo o CMN e o BCB, bem como a autorregulação, utilizar as necessárias medidas para sua devida e efetiva implementação.

Ao instrumentalizar o cidadão para que ele possa, efetivamente, exercer o controle de seus dados pessoais, assegurando que o fluxo informacional atenda às suas legítimas expectativas e, sobretudo, não seja prejudicial ao livre desenvolvimento de sua personalidade, é possível que aumente seu interesse em usar dos potenciais benefícios do *Open Finance*.

Acredita-se que, conforme a efetividade da proteção dos dados pessoais for ampliada, haverá maior adesão ao *Open Finance* e, assim, ele poderá avançar em direção à realização de seu objetivo central de promover a concorrência no mercado financeiro.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Conselho Monetário Nacional (CMN). Resolução Conjunta n. 1, de 4 de maio de 2020a. Dispõe sobre a implementação do *Open Finance*. *Diário Oficial da União*, Brasília, 5 maio 2020. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/51028/Res_Conj_0001_v4_P.pdf. Acesso em: 7 jul. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Conselho Monetário Nacional (CMN). Voto n. 44/2020-CMN, de 30 de abril de 2020. Assuntos de Regulação – Propõe edição de resolução conjunta que dispõe sobre a implementação do Sistema Financeiro Aberto (*Open Banking*). Brasília: Banco Central do Brasil 2020b. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Votos/CMN/202044/Voto%200442020_CMN.pdf. Acesso em: 22 jul. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 400, de 4 de julho de 2024. Dispõe sobre as diretrizes para o estabelecimento da Estrutura de Governança do *Open Finance*. *Diário Oficial da União*, 2024a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=400>. Acesso em: 24 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 436, de 28 de novembro de 2024. Classifica como Tipo 1, Tipo 2 ou Tipo 3 as instituições singulares autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e os conglomerados prudenciais liderados por essas instituições e estabelece a segmentação das instituições e dos conglomerados classificados como Tipo 3. *Diário Oficial da União*, 2024b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=436>. Acesso em: 5 jul. 2025.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). Basel Committee on Banking Supervision (APIs). *Report on open banking and application programming interfaces*. 2019. Disponível em: <https://www.bis.org/bcbss/publ/d486.htm>. Acesso em: 15 jan. 2024.

BIONI, Bruno Ricardo. *Proteção de dados pessoais: a função e os limites do consentimento*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

BRASIL. [Constituição (1988)]. Constituição da República Federativa do Brasil. Texto constitucional de 5 de outubro de 1988 com as alterações adotadas por emendas constitucionais de revisão. *Diário Oficial da União*, Brasília, 5 out. 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 19 mar. 2022.

BRASIL. [Constituição (1988)]. Emenda Constitucional n. 115, de 10 de fevereiro de 2022. Altera a Constituição Federal para incluir a proteção de dados pessoais entre os direitos e garantias fundamentais e para fixar a competência privativa da União para legislar sobre proteção e tratamento de dados pessoais. *Diário Oficial da União*, Brasília, 11 fev. 2022. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc115.htm. Acesso em: 10 out. 2023.

BRASIL. Lei n. 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; dispõe sobre os arranjos de pagamento e as instituições de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). *Diário Oficial da União*, Brasília, 10 out. 2013. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12865.htm. Acesso em: 15 fev. 2024.

BRASIL. Lei n. 13.506, de 13 de novembro de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; [...]. *Diário*

Oficial da União, Brasília, 14 nov. 2017. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm. Acesso em: 25 maio 2025.

BRASIL. Lei n. 13.709, de 14 de agosto de 2018. Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais (LGPD). *Diário Oficial da União*, Brasília, 15 out. 2018. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/lei/L13709.htm. Acesso em: 19 mar. 2022.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 dez. 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 15 fev. 2024.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Medida cautelar em ação direta de inconstitucionalidade. Referendo. Medida Provisória n. 954/2020. emergência de saúde pública de importância internacional decorrente do novo Coronavírus (Covid-19). Compartilhamento de dados dos usuários do serviço telefônico fixo comutado e do serviço móvel pessoal, pelas empresas prestadoras, com o instituto brasileiro de geografia e estatística. *Fumus boni juris. Periculum in mora*. Deferimento. Referendo na Medida Cautelar na Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 6.837/DF. Rel.: Min. Rosa Weber, j. 7 maio 2020. *Diário Justiça eletrônico*, Brasília, 12 nov. 2020. Disponível em <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=754357629>. Acesso em: 19 mar. 2022.

BRIONES DE ARALUZE, Gorka Koldobika. Why are open banking models in Europe underperforming? *Journal of Payments Strategy & Systems*, v. 16, n. 4, p. 347-357, 2022.

BRIONES DE ARALUZE, Gorka Koldobika; PLAZA, Natalia Cassinello. *Open banking: a bibliometric analysis-driven definition*. *PLoS ONE*, v.

17, n. 10, p. e0275496. 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0275496>. Acesso em: 31 maio 2024.

BRUZZI, Eduardo; FEIGELSON, Bruno (Coord.). *Banking 4.0*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

CABRALJUNIOR, Renato Toledo; DIONISIO, Pedro de Hollanda. *Sistema financeiro em movimento: cases, transformações e regulação*. Instituto Propague. São Paulo: Thomson Reuters, 2020

CAMARGO, Júlia Lio Rocha. Problemas da sociedade da informação e open banking: seria essa uma solução? In: NEVES, Rubia Carneiro (Coord.). *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*. Belo Horizonte: Expert, 2022. v. 1. Disponível em: https://virtual.ufmg.br/20231/pluginfile.php/310314/mod_resource/content/1/Novas-fronteiras-do-sistema-financeiro-nacional.pdf. Acesso em: 20 maio 2025.

CARVALHO, Rômulo. *Open Banking: da lenta evolução à revolução no sistema financeiro*. In: CABRAL JUNIOR, Renato Toledo; DIONISIO, Pedro de Hollanda. *Sistema financeiro em movimento: cases, transformações e regulação*. Instituto Propague. São Paulo: Thomson Reuters, 2020.

CASTELLS, Manuel. *A sociedade em rede*. 8. ed. São Paulo: Paz e Terra, 2005.

CAVALCANTE, Eric Jardim. *O novo paradigma tecnológico do setor financeiro nacional: a implantação do Open Banking no Brasil*. *Radar*, n. 66, ago. 2021. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/10751>. Acesso em: 17 abr. 2022.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 4.553, de 30 de janeiro de 2017. Estabelece a segmentação do conjunto das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil para fins de aplicação proporcional da

regulação prudencial. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 jan. 2017. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50335/Res_4553_v4_L.pdf. Acesso em: 15 fev. 2025.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 5.050, de 25 de novembro de 2022. Dispõe sobre a organização e o funcionamento de sociedade de crédito direto e de sociedade de empréstimo entre pessoas e disciplina a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica. *Diário Oficial da União*, Brasília, 28 nov. 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibnormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5050>. Acesso em: 10 out. 2025.

DAMASO, Otávio. ‘Open Finance já gera produtos e versão PJ ainda deve decolar’, afirma Diretor do BC. *Valor Econômico*, São Paulo, 10 jul. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/10/open-finance-ja-gera-produtos-e-versao-pj-ainda-vai-decolar.ghtml>. Acesso em: 22 jul. 2024.

DONEDA, Danilo. Brasil: considerações iniciais sobre os bancos de dados informatizados e o direito à privacidade. *Revista Electrónica de Derecho Informático* (REDI), n. 24, jul. 2000. Disponível em <https://vlex.es/vid/iniciais-dados-informatizados-privacidade-107553>. Acesso em: 13 mar. 2022.

DONEDA, Danilo. *Da privacidade à proteção de dados pessoais: fundamentos da lei geral de proteção de dados*. 3. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021a.

EY GLOBAL. Disponível em: https://www.ey.com/en_es/banking-capital-markets/why-building-consumer-trust-is-key-to-brazil-open-banking-success. Acesso em: 7 ago. 2024.

FARO, Priscila Pinheiro Ribeiro. *Open Banking* no Brasil como iniciativa de modernização do sistema financeiro e mecanismo de incentivo à concorrência. In: BRUZZI, Eduardo; FEIGELSON, Bruno (Coord.). *Banking 4.0*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). *FinTech*. 2022. Disponível em: <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structuralchange/fintech/>. Acesso em: 14 jun. 2023.

FRACASSI, Cesare; MAGNUSON, William. Data autonomy. *Vanderbilt Law Review*, v. 74, n. 2, p. 327-383, 2021. Disponível em: <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol74/iss2/6>. Acesso em: 15 dez. 2023.

FRAZÃO, Ana. Fundamentos da proteção dos dados pessoais: noções introdutórias para a compreensão da importância da Lei Geral de Proteção de Dados. p. 23-52. In: FRAZÃO, Ana; TEPEDINO, Gustavo; OLIVA, Milena Donato (Coord.). *Lei geral de proteção de dados pessoais e suas repercussões no direito brasileiro*. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

GENCARELLI, Bruno. Apresentação. In: DONEDA, Danilo. *Da privacidade à proteção de dados pessoais: fundamentos da lei geral de proteção de dados*. 3. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

INSTITUTO PROPAGUE. *Carta Propague* 5. ed. Disponível em: <https://institutopropague.org/wp-content/uploads/2022/04/Open-Finance-modelos-de-governanca-em-diferentes-paises-Carta-Propague-5.pdf>. Acesso em: 3 jun. 2024.

JARUDE, Jamile Nazaré Duarte Moreno; VITA, Jonathan Barros; WANDSCHEER, Lucelaine dos Santos Weiss. O sistema financeiro aberto (*Open Banking*) sob a perspectiva da regulação bancária e da lei geral de proteção de dados pessoais. *Revista Brasileira de Filosofia do Direito*, Florianópolis, v. 6, n.1, p. 78-95, jan./jun. 2020. Disponível

em: <https://www.indexlaw.org/index.php/filosofiadireito/article/view/6455/pdf>. Acesso em: 15 set. 2024.

MCDONALD, Aleecia M.; CRANOR, Lorrie Faith. The cost of reading privacy policies. *Journal of Law and Policy for Information Society*, Ohio, v. 4, p. 565, 2008. Disponível em: <https://lorrie.cranor.org/pubs/readingPolicyCost-authorDraft.pdf>. Acesso em: 5 jul. 2025.

MELLO, João Manoel Pinho de. (Diretor de Organização do Sistema Financeiro e Resolução do Banco Central do Brasil). *Apresentação no Workshop Open Banking*. Brasília, 15 maio 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/OpenBanking.pdf>. Acesso em: 31 maio 2024.

MENDES, Laura Schertel. Autodeterminação informativa: a história de um conceito. *Revista de Ciências Jurídicas Pensar*, Fortaleza, v. 25, n. 4, p. 1-18, out./dez. 2020. Disponível em: <https://periodicos.unifor.br/rpen/article/view/10828>. Acesso em: 13 mar. 2022.

MENDES, Laura Schertel. *Privacidade, proteção de dados e defesa do consumidor: linhas gerais de um novo direito fundamental*. São Paulo: Saraiva, 2014.

MIRAGEM, Bruno. Direito do consumidor. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

NATWEST, ACCENTURE. The global *Open Finance* index. Open Banking Excellence. 2023. Disponível em: <https://openbankingexcellence.org/index>. Acesso em: 3 jun. 2024.

NEVES, Rubia Carneiro (Coord.). *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*. Belo Horizonte: Expert, 2022. v. 1. Disponível em: https://virtual.ufmg.br/20231/plu-ginfile.php/310314/mod_resource/content/1/Novas-fronteiras-do-sis-tema-financeiro-nacional.pdf. Acesso em: 20 maio 2025.

NEVES, Rubia Carneiro (Org.). *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*. Belo Horizonte: Expert, 2023. v. 2. Disponível em: https://www.rubiacarneironeves.com/_files/ugd/4a4e11_47936a6f0c564b4d91d57bd043c7524d.pdf. Acesso em: 19 maio 2025.

OPEN FINANCE BRASIL. Disponível em: <https://openfinancebrasil.org.br>. Acesso em: 24 ago. 2024.

PORTO, Gabriel; e TOLENTINO, Morgana. *Open banking* no Brasil avança, mas entregará o que promete?: retrospectiva do sistema financeiro 2021. Observatório do Sistema Financeiro do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Disponível em: <https://www.ie.ufrj.br/images/IE/grupos/OSF/2022/osfretro2021.pdf>. Acesso em: 4 jun. 2024.

RAGAZZO, Carlos; TOLENTINO, Morgana; CATALDO, Bruna. *Do Open Banking ao Open Finance: entenda o sistema financeiro aberto*. White Paper, mar. 2022. Disponível em: <https://institutopropague.org/wp-content/uploads/2022/03/Do-Open-Banking-ao-Open-Finance-entenda-o-sistema-financeiro-aberto-Instituto-Propague.pdf>. Acesso em: 4 jun. 2024.

RODOTÀ, Stefano. *Tecnologie e diritti*. Bologna: Il Mulino, 1995.

SASDELLI, Vitor Oliveira. A estruturação do *Open Finance* por meio do trinômio da portabilidade, interoperabilidade e proteção de dados. In: NEVES, Rubia Carneiro (Org.). *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*. Belo Horizonte: Expert, 2023. v. 2. p. 241-269. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2025/05/NOVAS-FRONTIEIRAS-DO-SISTEMA-FINANCEIRO-NACIONAL-v-2.pdf>. Acesso em: 19 maio 2025.

STREETER, Bill. ‘Open banking’ scares consumers, but they want what apis can deliver. *The Financial Brand*, 18 set. 2019. Disponível em:

<https://thefinancialbrand.com/news/open-banking/open-banking-consumers-api-digital-data-privacy-88283/>. Acesso em: 24 jul. 2024.

TEPEDINO, Gustavo. *Temas de direito civil*. 3. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

TOLENTINO, Morgana; CATALDO, Bruna. Resultados preliminares do *Open Finance* Brasil: uma análise descritiva do perfil de acesso ao ecossistema. *Revista Estudos Institucionais*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 320-342, maio/ago. 2023. Disponível em: <https://www.estudosinstitucionais.com/REI/article/view/765/835>. Acesso em: 15 maio 2025.

VALARINI, Heitor; NAKANO, Davi. Um estudo sobre uso do *Open Banking* entre universitários na Grande São Paulo utilizando o modelo de prontidão e adoção de tecnologia (TRAM). *Exacta*, São Paulo, v. 20, n.3, p. 688-705, jul./set. 2022. Disponível em <https://doi.org/10.5585/exactaep.2021.17453>. Acesso em: 12 jan. de 2025.

VICTOR, Jacob M. The EU general data protection regulation: toward a property regime for protecting data privacy. *The Yale Law Journal*, New Haven, n. 123, p. 513, 2013.

VIDIGAL NETO, Rubens. Governança do *Open Finance*: análise comparativa entre Reino Unido e Brasil. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 27, v. 103, jan./mar. 2024.

WARWICK-CHING, Lucy. Open banking: the quiet digital revolution one year on. *Financial Times*, v. 10, jan. 2019. Disponível em: <https://www.ft.com/content/a5f0af78-133e-11e9-a581-4ff78404524e>. Acesso em: 10 jan. 2023.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZETTA; NOVAES, Leticia. *Lições para o futuro do Open Finance*. Disponível em: https://somoszetta.org.br/wp-content/uploads/2024/07/Zetta_OpenFinance_DESKTOP.pdf. Acesso em: 14 nov. 2024.

ZUBOFF, Shoshana. Big other: surveillance capitalism and the prospects of an information civilization. *Journal of Information Technology*, v. 30, p. 75-89, 2015. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2594754. Acesso em: 11 ago. 2024.

CAPÍTULO 8

PROPOSTA DE EMISSÃO DO REAL DIGITAL: ASPECTOS LEGAIS DA RECEPÇÃO DO DREX NO SISTEMA MONETÁRIO BRASILEIRO

Cristiano Cozer

Doutorando em Direito Econômico, Financeiro e Tributário na USP.

SUMÁRIO: 1 Introdução. 2 Padrão monetário, moedas e emissores no sistema monetário brasileiro. 3 Moedas digitais de bancos centrais: compreensão geral e alguns aspectos operacionais. 4 O ecossistema Drex: características e inserção no sistema monetário brasileiro. 4.1 Características projetadas para o ecossistema Drex. 4.2 Integração do Drex ao sistema monetário brasileiro. 5 Conclusão. Referências.

Resumo

O sistema monetário brasileiro ampara a confiança no padrão monetário nacional (o Real) mediante a atuação de mecanismos institucionais que asseguram a fungibilidade entre as moedas públicas e privadas que o compõem. Neste capítulo, dedicou-se à análise, sob a ótica legal, da futura integração do Real Digital (Drex) ao sistema monetário brasileiro. Concluiu-se que o desenho legal projetado para o ecossistema Drex é, em linhas gerais, compatível com a estrutura institucional do Real, de modo que sua integração no sistema monetário pode ocorrer independentemente de reformas estruturais de grande envergadura. Não se descarta, contudo, a necessidade de ajustes pontuais na estrutura institucional do Real, visando mitigar o risco de fragmentação entre os sistemas de moedas tradicionais e moedas digitais, obviando-se, assim, o risco de abalo à fungibilidade entre as moedas que integram o padrão monetário, que é crítica para a sustentação da confiança no Real.

Palavras-chave: Drex. CBDC. Sistema monetário. Padrão monetário. Moedas. Mecanismos institucionais.

1 INTRODUÇÃO

A exemplo de inúmeras jurisdições em todo o mundo¹, o Banco Central do Brasil (BCB) vem dedicando esforços ao estudo e ao desenvolvimento da futura versão digital do Real, cujo ecossistema foi batizado, em agosto de 2023, como Drex. As diretrizes divulgadas pelo BCB sobre o tema, em linhas gerais, veiculam características e funcionalidades planejadas para o Drex, com especial atenção para seu potencial de incentivo à inovação e ao aumento de eficiência econômica, sem prejuízo da persecução de interesses públicos de outros matizes – segurança jurídica, proteção da privacidade, prevenção de ilícitos, etc.

Segundo o modelo delineado nas diretrizes para o Real digital, o BCB deve administrar plataforma em tecnologia de registro distribuído (DLT), que servirá como suporte para o registro de produtos e serviços financeiros de varejo ofertados ao público por instituições financeiras e de pagamento participantes do Drex. A liquidação financeira das obrigações associadas a tais produtos e serviços também ocorrerá na plataforma DLT, por meio de *tokens* digitais emitidos pelas instituições participantes. A seu turno, a liquidação das obrigações entre as instituições participantes ocorrerá em moeda tokenizada de atacado, a ser emitida na mesma plataforma pelo BCB².

1 Consoante levantamento efetuado pelo Banco de Compensações Internacionais, em 2023, 94% dos bancos centrais em todo o mundo estavam explorando, em diferentes graus, a possibilidade de emitir moeda digital; quatro jurisdições já haviam promovido emissão pública. Sobre o assunto, cf. Di Iorio *et al.* (2024).

2 Adota-se, neste estudo, a sigla para a tecnologia de registro distribuído que corresponde à nomenclatura em inglês (*distributed ledger technology*), por estar consagrada no País. Similarmente, emprega-se o anglicismo *token*, bem como os neologismos dele derivados (*tokenização*, *tokenizado*, etc.), para designar a representação digital de ativos em ambiente DLT, por se tratar de terminologia de largo uso na linguagem cotidiana.

A introdução do Drex não implicará substituição do padrão monetário brasileiro, que permanecerá sendo o Real, na forma da legislação em vigor. A expectativa, portanto, é de que, ao ser adotada, a moeda digital conviva, em condições de completa fungibilidade, com as demais moedas públicas e privadas que coexistem sob o padrão oficial, integrando-se harmonicamente ao sistema monetário nacional.

O escopo deste artigo é investigar como o Drex pode ser juridicamente incorporado ao padrão monetário brasileiro, na forma do ordenamento jurídico em vigor. Não se desconhece que a aceitação de uma moeda por agentes econômicos repousa na fidúcia, cuja sustentação, ao longo do tempo, decorre da operação de complexa estrutura institucional, que conjuga aspectos de natureza não apenas jurídica, mas também econômica, política, social e cultural. Entretanto, neste texto passa-se ao largo de tais cogitações. Seu propósito, bem mais modesto, consiste em expor as linhas gerais da estruturação legal do sistema monetário brasileiro, com destaque para o padrão monetário e as moedas que o integram, para, em seguida, buscar identificar como o desenho jurídico projetado para o Drex pode a ele se conformar.

Para tanto, organiza-se o texto como segue. Após este breve item introdutório, o item 2 é dedicado à exposição das linhas gerais do sistema monetário brasileiro, com enfoque no padrão monetário nele adotado e nas moedas que o compõem. No item 3, por sua vez, são apresentados alguns aspectos das moedas digitais de bancos centrais (CBDC)³, visando expor noções de interesse para a compreensão e análise do Drex. No item 4, são expostas as características projetadas para o Drex, tendo-se analisado a sua integração à disciplina legal que rege o padrão monetário nacional. No item 5, por fim, delineiam-se as conclusões.

3 Adota-se, neste trabalho, a sigla que corresponde à nomenclatura em inglês (*central bank digital currency*), por estar consagrada no País.

2 PADRÃO MONETÁRIO, MOEDAS E EMISSORES NO SISTEMA MONETÁRIO BRASILEIRO

A linguagem comum trata a moeda como entidade única. É o que ocorre, por exemplo, quando alguém cogita quitar uma dívida: pensa-se no pagamento como a transmissão de certa quantidade de reais ao credor, sendo indiferente se ocorre mediante a entrega de cédulas, a realização de um “pix”, o uso de cartão de crédito ou qualquer outro método idôneo. Afinal, “dinheiro é dinheiro”. O fato, contudo, é que as referências cotidianas à moeda, invariavelmente, obscurecem um contexto institucional rico e multifacetado. Mesmo abstraindo-se eventuais moedas privadas não integradas nos sistemas monetários oficiais⁴, o padrão monetário está longe de configurar objeto singular e monolítico. Na verdade, o sistema monetário brasileiro (como, de resto, ocorre no conjunto das sociedades contemporâneas) é estruturado de forma a permitir a convivência, em condições de quase completa fungibilidade, de moedas (*monies*) produzidas por distintos emissores públicos e privados, reunidas sob o padrão monetário (*currency*) oficialmente adotado no País⁵.

A adequada compreensão do sistema monetário brasileiro inicia-se pelo estudo do ordenamento constitucional. O *caput* do art. 164 da Constituição (Brasil, 1988) esclarece que a competência da União para emitir moeda⁶ é exercida, com exclusividade, pelo BCB. Note-se que o preceito não estabelece que a autoridade monetária brasileira tem monopólio da emissão de moeda no País, mas, sim, que o BCB exerce com exclusividade a “competência da União” para emitir moeda (que, por sua vez, conforme o texto da Carta, é a única esfera da Federação com tal prerrogativa). Em síntese, o que afirma a Constituição é que, no Poder Público brasileiro, a única entidade com a prerrogativa de

4 Das quais, nos dias correntes, as criptomoedas são o exemplo mais conspícuo.

5 Para uma abordagem geral do sistema monetário nas economias contemporâneas, cf. CPSS (2003).

6 Competência prevista no art. 21, inciso VII, da Constituição (Brasil, 1988).

emitir moeda é o BCB – assertiva que nada diz sobre a possibilidade de emissão de diferentes tipos de moeda por entidades privadas.

Essa leitura é aprofundada nos parágrafos do art. 164, que trazem elementos adicionais para a compreensão da estrutura básica do sistema monetário brasileiro. O eixo principal está no § 1º, que veda ao BCB “conceder, direta ou indiretamente, empréstimos⁷ ao Tesouro Nacional ou a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira” (Brasil, 1988). Em sua elegante concisão, o dispositivo alcança propósito duplice. Em primeiro lugar, veda o financiamento monetário de gastos públicos, deixando claro que as atividades governamentais devem ser custeadas mediante arrecadação ou endividamento, não com a depreciação da moeda nacional (e a redistribuição regressiva de renda que ela implica). Em segundo lugar, o preceito consagra aspecto crucial do desenho institucional da criação de moeda na economia brasileira: apenas instituições financeiras têm acesso à liquidez básica provida pelo BCB, sendo vedado à autoridade monetária concorrer com tais instituições na provisão de crédito aos demais agentes econômicos. Reserva-se às instituições financeiras, assim, a prerrogativa de, com base na moeda emitida pelo BCB, multiplicar os meios de pagamento disponíveis na economia, fornecendo crédito a famílias e empresas⁸.

O § 2º do art. 164 da Constituição, a seu turno, especifica que a proibição de financiamento ao Tesouro Nacional não impede o BCB de comprar e vender títulos públicos, com um objetivo específico: “regular a oferta de moeda ou a taxa de juros”, expressão que sintetiza a condução da política monetária pelo BCB⁹. Com isso, a Constituição consagra um dos principais mecanismos de gestão de liquidez pelo

7 Note-se que a vedação a “empréstimos” deve compreender financiamentos de qualquer natureza, em vista da teleologia da norma: não faria sentido vedar o uso de um tipo contratual específico e autorizar a prática de outros negócios jurídicos com o mesmo resultado econômico.

8 Sobre o assunto, cf. Cozer (2011, p. 289-290).

9 Cabe anotar que, com muita precisão, a Constituição utiliza a conjunção alternativa “ou”, que reflete a impossibilidade econômica de se controlarem simultaneamente, numa economia caracterizada pela liberdade de contrato, a quantidade (oferta de moeda) e o preço (taxa de juros) de um bem (moeda).

BCB: a compra e venda de títulos públicos federais em mercado aberto. Dois comentários cabem, neste ponto, quanto à convivência desse instrumento de política monetária com a vedação de financiamento ao Tesouro. Um: negócios com títulos públicos federais celebrados pelo BCB ocorrem apenas em mercado secundário¹⁰, sendo vedada a aquisição direta de títulos da União pela autoridade monetária¹¹. Dois: compras e vendas de títulos públicos federais pelo BCB são admitidas exclusivamente para a condução da política monetária, vedados quaisquer propósitos distintos (como seria, por exemplo, a aquisição de títulos públicos no mercado secundário com o objetivo de gerar demanda para novas colocações pelo Tesouro Nacional).

Por fim, o § 3º do art. 164 especifica que as disponibilidades de caixa da União devem ser depositadas no BCB. Trata-se da Conta Única do Tesouro Nacional, cujas receitas e despesas, no agregado, representam importantes fluxos no balanço da autoridade monetária, com impactos relevantes para a gestão da liquidez na economia nacional.

Essa leitura do texto constitucional é complementada pelo contexto institucional em que está inserido o sistema financeiro, no qual se confirma que o padrão monetário nacional abraça diferentes moedas públicas e privadas, caracterizadas por grau de fungibilidade tal que, em condições de normalidade, se tornam indistinguíveis para os agentes econômicos.

Denomina-se como padrão monetário, neste trabalho, a unidade de conta (expressão abstrata de valor) adotada oficialmente por determinada jurisdição; no caso do Brasil, o padrão monetário é o Real – Lei n. 9.069/1995, art. 1º (Brasil, 1995). Por metonímia, este texto

10 Ou seja, as operações em mercado aberto do BCB utilizam títulos públicos que já se encontram em mercado, após a aquisição, por agentes econômicos, da colocação primária feita pelo Tesouro Nacional.

11 Esse ponto é esclarecido pela Lei de Responsabilidade Fiscal – Lei Complementar n. 101/2000 (Brasil, 2000) –, que, no art. 39, veda ao BCB a “compra de título da dívida, na data de sua colocação em mercado” (inciso I), salvo para rolagem dos papéis vencendo em sua carteira, observadas a taxa média e condições alcançadas em leilões públicos no mesmo dia (§§ 2º e 3º).

utiliza a mesma expressão para fazer referência concisa ao arcabouço institucional que ampara a confiança nas moedas públicas e privadas reunidas sob a designação do padrão monetário. O padrão monetário brasileiro é fiduciário (*fiat*), ou seja, as moedas que o compõem não são conversíveis em metais ou outros bens com valor intrínseco, de modo que sua aceitação como meio de pagamento repousa, exclusivamente, na confiança dos agentes econômicos em que a moeda que venham a receber, em troca dos bens e serviços que forneçam, será igualmente aceita, no futuro, por outros agentes econômicos, em troca dos bens e serviços que, a seu turno, venham a oferecer¹².

O padrão monetário, como dito, corresponde a unidade de conta específica, cuja existência é crucial para a estruturação e funcionamento do sistema monetário. Por representar medida comum (isto é, socialmente compartilhada) de valor econômico, a unidade de conta viabiliza o cálculo econômico racional e suas inúmeras aplicações práticas, como o mecanismo do preço, a contabilidade empresarial, o planejamento corporativo e a escrituração das finanças públicas¹³.

O valor da unidade de conta prorroga-se no tempo, permitindo-lhe atuar como reserva de valor, ainda que sujeito a oscilações, tanto em relação ao conjunto de bens e serviços na própria jurisdição (inflação ou deflação), quanto com referência aos padrões monetários de outras jurisdições (apreciação ou depreciação cambial). A regulação do valor do Real, por sinal, é objeto das políticas monetária e cambial conduzidas pelo BCB, que, a seu turno, são parcela essencial da gestão estatal orientada à manutenção da estabilidade macroeconômica.

A configuração das funções monetárias e os termos de sua inserção na ordem econômica ocorrem no bojo de estrutura

12 Parte relevante da confiança dos agentes econômicos no padrão monetário oficial – e nas moedas públicas e privadas por ele abarcadas – ancora-se na demanda gerada pela atividade financeira estatal, pois a estrutura institucional de cada jurisdição elege seu próprio padrão monetário como o meio para pagamento de tributos, emissão de dívida pública, execução de gastos públicos, etc. Sobre o assunto, cf. Wray (1998, p. 155-176).

13 Sobre o assunto, cf. Weber (2005, p. 80-82).

institucional específica, na qual as diferentes moedas públicas e privadas reunidas sob o padrão monetário correspondem a créditos contra seus emissores, registrados como passivos em seus balanços patrimoniais¹⁴.

O emissor primário de moeda é o BCB, ao qual compete a responsabilidade privativa de prover a liquidez básica da economia, que representa o fundamento para a criação de crédito pelo sistema financeiro. Na atualidade, há dois tipos principais de moeda emitidos pelo BCB. O tipo mais visível e conhecido é a moeda de varejo ou de uso geral, de utilização franqueada a todos os agentes econômicos. A moeda de varejo corresponde ao papel-moeda (meio circulante), que se apresenta sob a forma de cédulas e moedas metálicas dotadas de curso legal. O BCB também emite moeda de atacado, sob a forma de depósitos em contas nele mantidas por instituições financeiras e outras entidades autorizadas (contas reservas bancárias ou contas de liquidação). A soma de ambos os tipos de moeda – papel-moeda em poder do público e depósitos mantidos no banco central – corresponde à chamada base monetária ou passivo monetário do banco central.

Além das moedas emitidas pelo BCB, o padrão monetário oficial também alberga inúmeras moedas de emissores privados, que são lastreadas, em última instância, pelas reservas (moeda de banco central) que mantêm no balanço da autoridade monetária. As moedas privadas apresentam-se, de ordinário, sob a forma de depósitos em contas mantidas pelos agentes econômicos nas instituições bancárias¹⁵. No curso da intermediação financeira, os bancos logram, por meio do mecanismo conhecido como “multiplicador bancário”, gerar crédito (*i.e.*, criar moeda), mediante a concessão de

14 Sobre caracterização da moeda como passivo do emissor, cf. Ingham (2004, p. 69-80).

15 O autor entende que também são moedas privadas as moedas eletrônicas emitidas por instituições de pagamento – Lei n. 12.865/2013, art. 6º, incisos III, alínea “g”, e VI (Brasil, 2013) –, conquanto a legislação em vigor demande que sejam lastreadas, em sua integralidade, por ativos mantidos no BCB, o que impede a atuação de mecanismo multiplicador. Em outras palavras, as moedas eletrônicas não representam liquidez nova, surgindo, *grosso modo*, em substituição a outros meios de pagamento.

financiamentos lastreados em reservas fracionárias sobre os depósitos por eles captados¹⁶. Tais quais as moedas emitidas pelo BCB, as moedas privadas são fiduciárias, correspondendo a créditos (passivos contábeis) contra seus emissores, em cujos balanços patrimoniais repousa, por conseguinte, a garantia primeira para sua aceitação. São, ademais, escriturais (ou seja, não têm existência física), sendo representadas por lançamentos registrados nos livros das instituições emissoras¹⁷.

Fosse essa toda a história, o sistema monetário se apresentaria, concebivelmente, como um conjunto fragmentado de moedas e emissores autônomos, concorrendo entre si pelas preferências dos agentes econômicos por meios de pagamento alternativos¹⁸. A estrutura institucional do sistema monetário, contudo, opera crucialmente para manter a integridade, coesão e funcionalidade do padrão monetário, a ponto de, para o usuário médio, ser indiferente que o pagamento de certo valor ocorra, por exemplo, em cédulas de Real (moeda do BCB) ou transferência para a conta mantida em seu banco de relacionamento (moeda privada). Isso ocorre graças à atuação de intrincados mecanismos institucionais que asseguram a integridade do sistema de pagamentos, a estabilidade monetária e financeira e, em particular, a fungibilidade (incluindo a paridade de valor) entre as diversas moedas públicas e privadas que compõem o padrão monetário, tomando por parâmetro o ativo mais líquido e seguro da economia: a moeda emitida pelo BCB¹⁹.

16 O fundamento legal para a manutenção de reservas fracionárias está na equiparação do depósito de coisas fungíveis (inclusive moeda) ao mútuo, consoante o art. 645 do Código Civil (Brasil, 2002), no contexto regulatório em que reservas e encaixes mantidos pelos bancos podem-se restringir às exigências de recolhimento compulsório e aos requerimentos prudenciais de capital e liquidez (reservas fracionárias). Sobre o multiplicador bancário, cf. Lopes e Rossetti (2002, p. 134-145).

17 Sobre a coexistência de moedas de banco central e moedas privadas nos sistemas de pagamentos das sociedades contemporâneas, cf. CPSS (2003, p. 7-11).

18 Poder-se-ia pensar, nesse contexto, em algo nas linhas da proposta de Hayek (1990).

19 Nesse espírito, Bailey (2023) elege a unicidade da moeda (*singleness of money*) e a irreversibilidade de pagamentos com ela realizados (*finality of settlement*) como os

A descrição e análise dos mecanismos institucionais que atuam para assegurar a fungibilidade das moedas públicas e privadas no padrão monetário nacional é excessivamente complexa e transborda, em muito, o objeto do presente texto. A ideia geral é que a atuação conjunta desses mecanismos permite não apenas robustecer a confiança nas moedas privadas, mas, em particular, assegurar a paridade de valor em relação à moeda do BCB, a ponto de os usuários, nas aplicações cotidianas, sequer perceberem que se trata de moedas distintas²⁰. No interesse de ilustrar a exposição, podem-se listar, aqui, alguns mecanismos da espécie: a) o regime jurídico do padrão monetário; b) a centralização das reservas do sistema financeiro no BCB; c) a compensação e liquidação de pagamentos em infraestruturas do mercado financeiro; d) a concessão de assistência financeira de liquidez pelo BCB; e) as intervenções do BCB em mercado aberto; f) a manutenção de reservas internacionais pelo BCB; g) as intervenções do BCB no mercado de câmbio; h) a manutenção de seguros de depósito; (i) a intensiva regulação e supervisão prudencial de instituições financeiras, instituições de pagamento e infraestruturas do mercado financeiro, em especial quanto a requerimentos de capital e liquidez; j) a resolução organizada de instituições financeiras, instituições de pagamento e infraestruturas do mercado financeiro cuja viabilidade esteja comprometida; dentre outros exemplos.

Esse é, em linhas gerais, o desenho institucional do sistema monetário brasileiro, que orbita ao redor do padrão monetário nacional – o Real. A inserção de novos tipos de moeda no padrão oficial depende de sua compatibilidade com esse modelo, ainda que ajustes pontuais (concebivelmente, não disruptivos) se mostrem necessários. É nesse contexto, pois, que cabe indagar sobre a compatibilidade legal da emissão do Real digital com o padrão monetário em vigor. Antes de passar a essa questão, entretanto, mostra-se conveniente expor, em breves traços, algumas alternativas que a literatura pontua

dois fundamentos essenciais para a moeda segura (*safe money*).

20 Salvo nas situações extremas de abalo sistêmico ou dificuldades idiossincráticas da instituição emissora.

para o desenho operacional das CBDC, apenas para contextualizar a exposição das características projetadas para o Drex.

3 MOEDAS DIGITAIS DE BANCOS CENTRAIS: COMPREENSÃO GERAL E ALGUNS ASPECTOS OPERACIONAIS

Não existe consenso quanto à precisa conceituação de moeda digital de banco central. Não é para menos: na quase integralidade das iniciativas em curso ao redor do mundo, a possibilidade de efetiva emissão de CBDC apresenta-se, quando muito, como um projeto sem contornos bem definidos, sendo natural que cada jurisdição esteja mais preocupada em atender a seus interesses concretos do que em se conformar a purismos conceituais²¹.

Para os fins desse trabalho, optou-se por adotar noção de CBDC que, por sua amplitude, não exclua *a priori* configurações negociais ou operacionais específicas. Deste modo, entende-se como CBDC, muito simplesmente, qualquer moeda emitida por banco central em formato digital. A CBDC é, assim, um passivo monetário do banco central – o que implica que é denominada no padrão monetário oficial e integra a base monetária – com o requisito adicional de se apresentar em suporte digital²². A exigência de suporte digital, como não poderia deixar de ser, é agnóstica a tecnologias específicas: uma CBDC pode corresponder à representação digital de recursos mantidos em conta de depósito no banco central, ou corporificar-se num *token* digital em plataforma DLT, ou, possivelmente, adotar padrão tecnológico distinto, inclusive consoante modelos nem sequer cogitados na atualidade.

21 Di Iorio *et al.* (2024) indicam que, no levantamento efetuado pelo BIS em 2023, apenas quatro jurisdições no mundo já haviam efetuado emissão pública de CBDC: Bahamas, União Monetária Leste-Caribenha, Jamaica e Nigéria.

22 Essa noção coincide com a proposta de GoCB (2020, p. 3): “A CBDC is a digital payment instrument, denominated in the national unit of account, that is a direct liability of the central bank.” Note-se que essa descrição de CBDC, assim como a adotada neste trabalho, engloba, também, as contas reservas bancárias hoje mantidas em bancos centrais. Interessante ilustração da taxonomia dos tipos de moeda nas economias contemporâneas é a “flor monetária” (*money flower*) exposta em CPMI-MC (2018, p. 4-5).

Ao decidir incorporar uma moeda digital de banco central ao seu sistema monetário, cada jurisdição pode ter motivações diversas, a depender das necessidades e interesses nela prevalentes. Motivações diversas, por sua vez, podem recomendar a adoção de características operacionais distintas para cada CBDC. Dentre as motivações comumente invocadas, algumas sobressaem: a) preservar o uso de meio de pagamento de varejo fornecido pelo banco central; b) ampliar a eficiência econômica; c) promover inclusão financeira; d) fomentar a inovação; e) tornar pagamentos transfronteiriços mais eficientes e baratos; f) estimular a concorrência; g) combater o uso da moeda para finalidades ilícitas; h) aumentar a potência da política monetária, mediante o uso de CBDC remunerada; dentre outras possíveis finalidades (CPMI-MC, 2018; GoCB, 2020; BIS, 2021).

A literatura explora diferentes configurações técnicas que podem ser selecionadas para as moedas digitais de bancos centrais, consoante os objetivos almejados. Neste texto, não se tem a pretensão de passar em revista todas as possíveis configurações de CBDC, tampouco explorar as inúmeras questões e problemas associados a diferentes desenhos operacionais, em temas como segurança, eficiência, privacidade, repressão a ilícitos, etc. Limita-se neste item, assim, a expor, de modo muito esquemático, algumas noções instrumentais que têm interesse imediato para a compreensão das características projetadas para o Drex²³.

Escolha fundamental em matéria do desenho a ser adotado para a moeda digital de banco central relaciona-se à distinção entre CBDC de varejo e CBDC de atacado. Uma CBDC diz-se de varejo, ou de propósitos gerais, quando qualquer indivíduo pode utilizar diretamente, em suas transações cotidianas, a moeda digital emitida pelo banco central (a exemplo do que ocorre hoje com cédulas e moedas). Diz-se que a CBDC é de atacado, por outro lado, quando sua utilização é restrita às entidades que têm a prerrogativa de manter contas de depósito no banco central (instituições financeiras, infraestruturas do mercado

²³ Para análises de tais questões, cf. CPMI-MC (2018); GoCB (2020); BIS (2021). A exposição feita na sequência baseia-se em elementos colhidos nessas referências.

financeiro, instituições de pagamento, Tesouro Nacional, etc.). A CBDC de atacado, assim, tem propósito limitado à liquidação de operações que se processam no balanço da autoridade monetária (quer sejam operações entre o próprio banco central e as entidades que nele mantêm contas, quer sejam operações de tais entidades entre si)²⁴.

Cabe, ao ensejo, anotar o risco que a existência de uma CBDC de varejo pode suscitar para a manutenção da estabilidade financeira. Aos olhos do público, a CBDC de varejo tem características muito similares aos depósitos bancários, contando, por outro lado, com a vantagem de ser emitida pela própria autoridade monetária, o que a torna mais segura do que os depósitos em bancos privados. A disponibilidade de CBDC de varejo pode, assim, impactar negativamente e, no limite, inviabilizar a captação de depósitos pelos bancos, além de dar ensejo a “corridas bancárias digitais”, em caso de abalos de confiança, dada a facilidade de transferência digital de fundos de contas bancárias para a CBDC de varejo. Tendo em vista que a captação de depósitos bancários é a base para a atuação do multiplicador bancário e a geração de crédito na economia, a existência de CBDC de varejo teria, destarte, o potencial de acarretar graves consequências recessivas e abalar a estabilidade financeira. Uma das soluções propostas para mitigar esse risco consiste na imposição de limites máximos para o montante de CBDC que cada indivíduo poderia deter em sua carteira digital²⁵.

Prosseguindo na exposição de aspectos de interesse para o estudo do Drex, pontua-se que o uso de moedas digitais pressupõe a existência de plataforma (e correspondente infraestrutura de tecnologia da informação) que permita, no mínimo, o registro dos saldos em moeda, a autenticação de sua titularidade e o processamento

24 Para a distinção entre moeda de atacado e moeda de varejo (ou de propósitos gerais), cf. CPMI (2018, p. 7-8).

25 Sobre o risco de desintermediação financeira associado ao modelo de CBDC de varejo, cf. CPMI-MC (2018, 16-17); GoCB (2020, p. 8). Para uma crítica à possível adoção de CBDC de varejo no contexto brasileiro, cf. Salama e Zelmanovitz (2023). Em contraponto, Bordo e Levin (2017) anotam riscos que adviriam para a estabilidade monetária e financeira em caso de demora em se desenvolver uma CBDC de varejo, no cenário de obsolescência do papel-moeda e consequente inexistência de qualquer tipo de moeda pública de uso geral da população.

e liquidação das correspondentes transações. Nesse quesito, diferentes desenhos operacionais se oferecem. É possível, de início, cogitar infraestrutura centralizada, cuja operação compete a intermediário específico, distinto dos participantes do sistema – tipicamente, o próprio banco central²⁶. Pode-se pensar, ainda, em infraestrutura descentralizada, como ocorre com o registro distribuído em DLT, em que a autenticidade das operações é confirmada mediante a atuação independente de múltiplos computadores autônomos (*nodes*), sem prejuízo da atuação do banco central como regulador e gestor da plataforma. Por fim, cabe indicar a possibilidade de que a CBDC seja amparada por infraestrutura híbrida, cujo funcionamento congregue os aspectos de centralização e descentralização (*e.g.*, uma plataforma que efetue liquidação centralizada para pagamentos de grande valor e liquidação descentralizada para pagamentos de varejo). Note-se que, em qualquer cenário, não existe limitação, em linha de princípio, a que a plataforma mantida pelo banco central possa ser também empregada para o registro e liquidação de operações com produtos e serviços distintos da moeda, a exemplo de títulos públicos, ativos financeiros, valores mobiliários, contratos inteligentes (*smart contracts*), etc.²⁷.

Outra escolha crucial relaciona-se aos possíveis modelos para o registro das moedas digitais e o processamento de seus fluxos. Duas possibilidades se destacam. No modelo de contas de depósito, o titular da CBDC mantém uma conta no banco central, na qual se registram suas disponibilidades pecuniárias e se processam os lançamentos referentes às correspondentes operações financeiras. Esse modelo demanda a autenticação do titular da conta e a verificação do saldo disponível, como condições para a realização de qualquer operação. Outro modelo possível é o de *tokens* representativos das moedas digitais.

26 É comum a assunção do papel de operador de infraestruturas críticas do sistema de pagamentos pelo banco central. Sobre os papéis do BCB no sistema de pagamentos brasileiro, cf. Cozer (2020).

27 Um exemplo de infraestrutura crítica mantida pelo BCB para a custódia de ativos distintos de moeda é o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), no qual são emitidos e negociados os títulos públicos federais de que trata a Lei n. 10.179/2001 (Brasil, 2001).

Nesse caso, o processamento de operações fica na dependência, apenas, da autenticação digital do próprio *token* e de sua associação a determinada chave criptográfica (como ocorre em plataformas DLT), sem que se imponha a identificação do usuário, o que torna mais simples, por exemplo, a realização de transações *offline*. Nesse sentido, o uso de *tokens*, por oposição ao modelo de conta de depósito, se aproxima mais das propriedades hoje ostentadas pelo dinheiro físico.

Para concluir este item, cabe indicar algumas características fundamentais desejáveis para os sistemas operacionais utilizados para o registro das CBDC e a liquidação das operações em que são utilizadas quaisquer escolhas tecnológicas envolvidas. Espera-se, de início, que o sistema seja jurídica e operacionalmente seguro – em particular, que seja resistente a ataques cibernéticos e fraudes. Outra característica relevante é que o sistema assegure liquidação instantânea de pagamentos, com permanente disponibilidade (24 horas por dia, sete dias por semana), bem como irreversibilidade das transações nele liquidadas (*settlement finality*). A estrutura operacional deve, ademais, ter elevada capacidade de processamento de transações, além de escalabilidade (ou seja, potencial para acomodar aumentos exponenciais no volume de transações). É conveniente, ainda, que o sistema ostente interoperabilidade, de modo a amparar interações seguras com outros sistemas e a fluidez das transferências de fundos. Por fim, o sistema deve, idealmente, ter relativa flexibilidade, para que possa ser adaptado, quando necessário, em resposta a novas políticas negociais ou demandas sociais²⁸.

28 Sobre o assunto, cf. GoCB (2020, p. 11).

4 O ECOSISTEMA DREX: CARACTERÍSTICAS E INSERÇÃO NO SISTEMA MONETÁRIO BRASILEIRO

Mediante o Voto 31/2023-BCB²⁹, a Diretoria Colegiada do BCB atualizou as diretrizes para o ecossistema do Real digital, posteriormente rebatizado como Drex.³⁰ Distintamente do que se poderia esperar, o aspecto definidor da iniciativa não se relaciona propriamente à emissão do Real digital, mas, sim, à adoção da *plataforma Drex* – uma plataforma digital gerida pelo BCB, baseada em tecnologia de registro distribuído (DLT), com o objetivo de oferecer ambiente organizado para o registro de ativos, produtos e serviços tokenizados, bem como o processamento e a liquidação das transações nela registradas.

4.1 Características projetadas para o ecossistema Drex

Leitura atenta do Voto 31/2023-BCB (BCB, 2023) permite identificar que os principais objetivos perseguidos pelo BCB com a proposta de implantação do ecossistema Drex correspondem ao aumento da eficiência econômica e ao estímulo à inovação, que resultariam da possibilidade de tokenização de ativos, produtos e serviços no âmbito da plataforma em DLT. Em particular, a tokenização daria ensejo a programabilidade (mediante o uso de *smart contracts*), liquidação atômica de transações (com redução do risco de contraparte), adoção de fontes únicas de verdade (em substituição ao vigente modelo de silos informacionais) e introdução de ambiente multiativos (que permitiria o registro de ativos de diferentes naturezas na mesma plataforma).

29 As diretrizes originais, adotadas em maio de 2021, foram atualizadas em fevereiro de 2023 e divulgadas ao público em março do mesmo ano (BCB, 2023).

30 Embora a divulgação do BCB, escrita em linguagem cidadã, aluda à própria moeda digital como Drex, o fato é que essa nomenclatura se aplica, em verdade, ao conjunto do ecossistema da moeda digital (plataforma de registro, infraestrutura de liquidação, sistemas, protocolos, moedas de atacado e de varejo, etc.), mesmo porque um ato infralegal do BCB não poderia alterar o nome do padrão monetário nacional (Real). BCB (A moeda [...], 2023).

Em acréscimo, o uso de DLT possibilitaria a redução de custos, em virtude de padronização e interoperabilidade, além do potencial aproveitamento de protocolos comuns para aplicações diversas. Por fim, a tecnologia DLT, cuja concepção se baseia na atuação conjunta e independente de múltiplos nós de autenticação (*nodes*), permitiria grau elevado de auditabilidade, rastreabilidade e transparência (BCB, 2023, itens 5 e 6).

Dois tipos de moeda seriam utilizados para a liquidação das transações registradas na plataforma Drex. As operações de varejo, correspondentes a produtos e serviços tokenizados oferecidos por instituições participantes do Drex a seus clientes, seriam liquidadas por meio de moedas digitais privadas emitidas por essas mesmas instituições, que corresponderiam, ao fim e ao cabo, a versões tokenizadas de seus depósitos bancários e moedas eletrônicas. Por sua vez, as operações entre participantes do Drex, inclusive as de grande valor³¹, seriam liquidadas em moeda digital de atacado emitida pelo BCB, que equivaleria à versão tokenizada dos saldos das contas reservas bancárias e de liquidação mantidas na autoridade monetária. O ecossistema Drex, portanto, contempla apenas CBDC de atacado, não de varejo (BCB, 2023, itens 8 e 12).

Conquanto o objetivo maior da implantação do ecossistema Drex guarde conexão com o fomento à inovação e eficiência, o fato é que suas diretrizes também concernem a outros interesses públicos, em especial a preservação da segurança e o atendimento à legislação em vigor. Nesse cenário, o conjunto das diretrizes para o ecossistema Drex (listadas no item 13 do Voto 31/2023-BCB) pode ser dividido conforme duas categorias:

a) diretrizes com foco na ampliação da eficiência e incentivo à inovação: 1) ênfase em modelos inovadores e incorporação de novas tecnologias; 2) desenvolvimento de aplicações *online*, sem prejuízo

31 Ou seja, transações equivalentes àquelas que hoje ocorrem entre as instituições autorizadas a manter contas reservas bancárias e contas de liquidação no BCB, cuja liquidação se processa no balanço da autoridade monetária. Para a distinção entre pagamentos de grande valor e pagamentos de varejo, cf. Cozer (2020).

de possíveis funcionalidades *offline*; 3) emissão de CBDC de atacado, visando dar suporte à oferta de serviços financeiros de varejo por instituições financeiras e de pagamento, com liquidação em moedas tokenizadas por elas emitidas; 4) adoção de solução tecnológica em DLT que permita o registro de ativos de diferentes naturezas, a descentralização na oferta de produtos e serviços, a interoperabilidade com outros sistemas domésticos e a integração a sistemas de outras jurisdições;

b) diretrizes com foco na segurança e no atendimento a imperativos legais e regulatórios: 1) aplicação da regulação em vigor à plataforma Drex, buscando evitar assimetrias regulatórias; 2) garantia de segurança jurídica para as operações realizadas na plataforma Drex; 3) observância dos parâmetros legais quanto à privacidade e segurança; 4) atendimento às recomendações e normas em matéria de lavagem de dinheiro, financiamento do terrorismo e proliferação de armas de destruição em massa; 5) adoção dos mesmos padrões de resiliência e segurança cibernética aplicáveis às infraestruturas críticas do mercado financeiro.

Importa destacar que, no aspecto de maior interesse para o sistema monetário, a proposta de ecossistema Drex abrange a emissão de moedas digitais privadas, para liquidação de transações de varejo, e de CBDC de atacado, para pagamentos efetuados na plataforma em DLT administrada pelo BCB. Significativamente, o modelo delineado nas diretrizes explicitamente afasta a possibilidade de emissão de CBDC de varejo. O objetivo declarado dessa escolha, segundo o Voto 31/2023-BCB (BCB, 2023), reside no interesse em “manter a intermediação financeira e a capacidade de alavancagem e de geração de crédito do sistema bancário”. Em outras palavras, busca-se mitigar os potenciais impactos recessivos e o risco à estabilidade financeira que poderiam decorrer da introdução de CBDC de varejo, a que se aludiu no item 3 deste trabalho.

Feita essa breve exposição, percebe-se que a proposta de criação do ecossistema Drex não tem a pretensão de substituir os meios e infraestruturas de pagamento hoje existentes. Muito distintamente, a

orientação clara é no sentido de que o Drex conviva harmoniosamente com as demais moedas albergadas pelo padrão monetário brasileiro. Para isso, contudo, é imperioso verificar se o seu desenho legal poderia ser integrado ao sistema monetário em vigor, sem grandes impactos estruturais. Esse é o objeto do próximo tópico.

4.2 Integração do Drex ao sistema monetário brasileiro

No item 2, expôs-se o entendimento de que a integridade, coesão e funcionalidade do padrão monetário brasileiro (o Real) se escora na confiança angariada por complexa estrutura institucional, no sistema monetário, que assegura fungibilidade às diversas moedas públicas e privadas nele compreendidas. Neste trabalho, buscou-se investigar, sob perspectiva exclusivamente legal, como pode ocorrer a integração do Drex ao padrão monetário nacional. Essa indagação, a seu turno, pode ser subdividida em duas questões correlatas. Primeiramente, cumpre avaliar se o desenho legal projetado para o Drex, em suas linhas gerais, revela-se compatível com a estrutura institucional do Real, de modo que sua integração possa ocorrer sem maiores abalos ou rupturas. Em segundo lugar, caso afirmativa a resposta à primeira pergunta, faz-se necessário verificar em quais aspectos a estrutura institucional do Real necessitaria ser adaptada, para que os mecanismos institucionais que asseguram fungibilidade a suas diferentes moedas públicas e privadas venham abranger, também, o ecossistema do Drex com razoável efetividade.

Quanto à primeira questão, entende-se que a resposta é afirmativa, por uma razão simples: a proposta para o ecossistema Drex foi, ao que tudo indica, deliberadamente esboçada à imagem e semelhança da estrutura adotada pelo vigente sistema monetário. Com efeito, a liquidação de transações de varejo na plataforma Drex se processa com o uso de moedas privadas que, a rigor, mais não são do que a representação tokenizada dos depósitos bancários e das moedas eletrônicas hoje existentes. Similarmente, reserva-se

à CBDC tokenizada de atacado o papel de promover, no balanço do BCB, a liquidação centralizada dos pagamentos entre as instituições participantes do Drex, à semelhança dos fluxos em contas reservas bancárias na sistemática em vigor. Por essa via, conforme o Voto 31/2023-BCB (BCB, 2023), busca-se preservar “a intermediação financeira e a capacidade de alavancagem e de geração de crédito do sistema bancário”, que está no coração do sistema monetário atual. Em síntese, as moedas empregadas no ecossistema Drex correspondem a versões tokenizadas das moedas públicas e privadas hoje existentes, nele desempenhando os mesmos papéis. Raciocínio parelho se aplica à plataforma em DLT: ela desempenha, no ecossistema Drex, funções análogas às que as infraestruturas críticas geridas pelo BCB exercem no Sistema de Pagamentos Brasileiro. Conclui-se, portanto, em vista das linhas gerais do desenho proposto para o Drex, que sua integração no padrão monetário nacional não ocasionaria maiores abalos ou rupturas.

O potencial risco ao modelo que poderia advir da introdução de CBDC de varejo é expressamente afastado, como visto, pelas diretrizes divulgadas pelo BCB. A rejeição regulatória da opção por uma CBDC de varejo, por sinal, torna desnecessária a edição de lei para alterar o preceito legal que autoriza o BCB a “emitir moeda-papel e moeda metálica”, cujo datado teor literal parece ser incompatível com a colocação, pelo BCB, de moedas digitais de varejo em circulação³². Uma vez que a CBDC (de atacado) consistirá em mera aplicação da tecnologia DLT aos saldos que, nos dias correntes, já são mantidos em contas na autoridade monetária, sem destinação ao uso geral da população, a restrição legal ao suporte físico da moeda de varejo (cédulas e moedas metálicas) se revela inteiramente inaplicável à espécie. No mais, quanto à plataforma em DLT, basta recordar que as várias infraestruturas hoje operadas pela autoridade monetária

32 Por ser desnecessária a alteração do referido dispositivo legal – Lei n. 4.595/1964, art. 10, inciso I (Brasil, 1964) –, não se discute, aqui, a possibilidade, perfeitamente razoável, de se empregar o método histórico-evolutivo para interpretar um preceito que, editado há sessenta anos, surgiu em época em que os avanços tecnológicos atuais eram impensáveis.

foram implementadas mediante atos infralegais, com fundamento na prerrogativa do BCB de adotar as normas e procedimentos necessários à regular persecução de suas missões institucionais³³.

A compatibilidade entre as linhas gerais do novo ecossistema digital e o vigente sistema monetário, naturalmente, não implica que a integração do Drex ao padrão monetário oficial dispense a ocorrência de ajustes de qualquer natureza no ordenamento legal. É nesse contexto que se coloca, então, a segunda questão acima indicada: de que maneira a estrutura institucional do Real deve ser adaptada para que os mecanismos institucionais que asseguram fungibilidade entre suas diferentes moedas públicas e privadas venham a abranger, com um mínimo de efetividade, o ecossistema Drex? A resposta completa a essa pergunta, à evidência, demandaria consideração detalhada de cada um dos referidos mecanismos institucionais e das minúcias (ainda não divulgadas) do funcionamento do Drex, tarefa que não é factível nestas linhas. É possível, sem embargo, trazer algumas ponderações que permitam ilustrar esse ponto.

A dificuldade central relaciona-se à perspectiva de fragmentação entre o sistema monetário tradicional e o ecossistema Drex. A preservação da fungibilidade – e, portanto, da paridade de valor – entre moedas tokenizadas e tradicionais requer profunda integração entre ambos os sistemas, para que os fluxos financeiros de um a outro ocorram sem empecilhos, fricções ou custos transacionais proibitivos. Por exemplo, concebe-se ser necessária razoável simetria entre obrigações legais e regulatórias aplicáveis aos sistemas tradicional e tokenizado, em ordem a mitigar oportunidades para arbitragens entre moedas integrantes do mesmo padrão monetário. Nesse contexto, por sinal, recorde-se que uma das diretrizes do Real digital

33 Dentre as normas em vigor, podem-se indicar como exemplos: Circular BCB n. 3.970/ 2019 (BCB, 2019), que dispõe sobre a Rede do Sistema Financeiro Nacional; Resolução BCB n. 55/2020 (BCB, 2020), que aprova o Regulamento do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic); Resolução BCB n. 105/2021 (BCB, 2021), que aprova o Regulamento do Sistema de Transferência de Reservas (STR), da conta Reservas Bancárias e da Conta de Liquidação no Banco Central do Brasil; Resolução BCB n. 195/2022 (BCB, 2022), que aprova o Regulamento do Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI) e da Conta Pagamentos Instantâneos (Conta PI).

aborda, precisamente, a aplicação do arcabouço regulatório vigente à plataforma Drex, com o declarado objetivo de evitar assimetrias.

A necessária simetria de tratamento entre moedas tradicionais e tokenizadas revela-se, também, no contexto da persecução das missões institucionais do BCB. Na gestão da liquidez, na administração de seu balanço, na assistência financeira, nos requerimentos prudenciais, em tudo a autoridade monetária deve almejar máxima identidade de tratamento entre as distintas moedas que compõem o padrão monetário nacional, de modo a evitar que o desbalanceamento de custos e obrigações possa implicar quebra na paridade de valor. Argumento similar pode ser feito a propósito da cobertura, condições e custos aplicáveis ao seguro de depósitos, a cargo do Fundo Garantidor de Créditos (FGC).

A solidez operacional da plataforma Drex aparenta, similarmente, ostentar fundamental relevância no contexto da sustentação da fungibilidade entre moedas tokenizadas e tradicionais – por exemplo, períodos consideráveis de indisponibilidade operacional, riscos de fraudes, ataques cibernéticos frequentes, vazamentos reiterados de dados, todos esses episódios podem abalar a confiança popular na plataforma Drex e, conseqüentemente, nas moedas digitais nela hospedadas, com decisivo deslocamento das preferências dos usuários para as moedas tradicionais.

Outro aspecto ilustrativo conecta-se à perspectiva de integração de plataformas digitais de diferentes jurisdições, com potencial para trazer maior eficiência à condução de pagamentos transfronteiriços. Ainda que as remessas internacionais venham ocorrer, predominantemente, por meio de *tokens* baseados em tecnologia DLT, parece ser conveniente que a contratação do câmbio por usuários possa ser processada, com equivalente fluidez, mediante moedas tokenizadas ou tradicionais, mitigando-se, com isso, diferenças significativas entre as demandas relativas de ambos os meios de pagamento.

Tais cogitações levam a concluir que, embora a integração do ecossistema Drex ao Real possa, em princípio, ocorrer sem reformas estruturais de maior magnitude, ajustes serão necessários nos

diferentes mecanismos institucionais do sistema monetário nacional, visando evitar a ocorrência de fragmentação entre sistemas que possa pôr em risco a manutenção da fungibilidade entre moedas, cuja preservação está na base do padrão monetário oficial

5 CONCLUSÃO

Neste trabalho buscou-se explorar os aspectos legais da prospectiva integração do Real digital (Drex) ao sistema monetário brasileiro. Com essa finalidade, efetuou, inicialmente, exposição das linhas gerais da estrutura institucional que ampara o padrão monetário nacional (o Real) e preserva a necessária confiança nas moedas públicas e privadas que o compõem. Esclareceu-se, nesse contexto, que a confiança é granjeada mediante a atuação de mecanismos institucionais que asseguram a fungibilidade entre tais moedas, tomando por parâmetro a moeda mais líquida e segura do sistema monetário: a moeda de emissão do BCB.

Na sequência, no estudo foram apresentados, em caráter instrumental, alguns conceitos gerais em matéria de moedas digitais de bancos centrais, visando subsidiar a análise subsequente das características projetadas para o Drex.

À luz dessa moldura conceitual, passou-se à apresentação das motivações e características do ecossistema Drex. Esclareceu-se que o aspecto central de sua concepção está na criação de uma plataforma em tecnologia DLT, a ser gerida pelo BCB, cujo funcionamento viabilizaria a tokenização de ativos financeiros, que, por sua vez, abriria as portas para diversas oportunidades de ampliação da eficiência econômica e fomento à inovação.

Nesse cenário, a emissão de moedas tokenizadas por instituições financeiras e instituições de pagamento participantes do ecossistema Drex daria ensejo à liquidação de operações na plataforma Drex, reservando-se à CBDC tokenizada de atacado, emitida pelo BCB, a liquidação centralizada dos pagamentos entre as instituições

participantes do Drex. Destacou-se, ademais, que o referido modelo descarta, especificamente, a possibilidade de emissão de CBDC de varejo, com o que se afastam possíveis preocupações quanto à preservação do crédito privado e à manutenção da estabilidade financeira.

Por fim, o artigo debruçou-se sobre a questão de como o ecossistema Drex poderia ser integrado ao sistema monetário nacional. Concluiu-se que o desenho legal projetado para o Drex é, em linhas gerais, compatível com a estrutura institucional do Real, de modo que sua integração poder-se-ia processar sem necessidade de grandes reformas estruturais. Salientou-se, contudo, ser necessária a promoção de ajustes na estrutura institucional, com o objetivo de mitigar o risco de fragmentação entre os sistemas de moedas tradicionais e moedas tokenizadas. Evitam-se, por essa via, potenciais abalos à manutenção da fungibilidade entre moedas, que é crítica para a sustentação do padrão monetário oficial.

REFERÊNCIAS

A MOEDA digital brasileira ganha um nome e agora se chama Drex. Nota à imprensa, BCB, 7 ago. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17946/nota>. Acesso em: 20 jun. 2024.

BAILEY, A. *New prospects for money*: speech by Andrew Bailey. Discurso proferido em 10 jul. 2023 no Financial and Professional Services Dinner, promovido pela City of London. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2023/july/andrew-bailey-speech-at-the-financial-and-professional-services-dinner>. Acesso em: 20 jun. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Circular n. 3.970, de 28 de novembro de 2019. Estabelece os critérios gerais de comunicação eletrônica de dados no âmbito do Sistema Financeiro Nacional (SFN), dispõe sobre os requisitos e as vedações aplicáveis ao Provedor de Serviços de Tecnologia da Informação (PSTI) e dá outras providências. que dispõe sobre a Rede do Sistema Financeiro Nacional. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2 dez. 2019. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50876/Circ_3970_v1_O.pdf. Acesso em: 20 jun. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução BCB n. 105, de 9 de junho de 2021. Aprova o Regulamento do Sistema de Transferência de Reservas (STR), da conta Reservas Bancárias e da Conta de Liquidação no Banco Central do Brasil. *Diário Oficial da União*, Brasília, 11 jun. 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=105>. Acesso em: 20 jun. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução BCB n. 195, de 3 de março de 2022. Aprova o Regulamento do Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI) e da Conta Pagamentos Instantâneos (Conta PI). *Diário Oficial da União*, Brasília, 7 mar. 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/>

exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=195. Acesso em: 20 jun. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução BCB n. 55, de 16 de dezembro de 2020. Aprova o Regulamento do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic). *Diário Oficial da União*, Brasília, 17 dez. 2020, retificada em 21 dez. 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=55>. Acesso em: 20 jun. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Voto n. 31/2023-BCB*, de 14 de fevereiro de 2023. Assuntos de Política Monetária e assuntos de Administração – Propõe a atualização das Diretrizes do Real Digital, o estabelecimento de diretrizes para o desenvolvimento do piloto da plataforma do Real Digital e a autorização para abertura de canal de comunicação com a sociedade sobre o desenvolvimento do piloto da plataforma do Real Digital e outros temas relacionados ao Real Digital. 14 fev. 2023. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/real_digital_docs/voto_bcb_31_2023.pdf. Acesso em: 20 jun. 2024.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). CBDCs: an opportunity for the monetary system. *BIS Annual Economic Report*, cap. III, p. 65-95, 2021. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2021e3.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2024.

BORDO, M. D.; LEVIN, A. T. Central bank digital currency and the future of monetary policy. *National Bureau of Economic Research Paper*, n. 23.711, 2017. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w23711/w23711.pdf. Acesso em: 20 jun. 2024.

BRASIL. Lei Complementar n. 101, de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília,

5 maio 2000. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm. Acesso em: 20 jun. 2024.

BRASIL. Lei n. 10.179, de 6 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre os títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional, consolidando a legislação em vigor sobre a matéria. *Diário Oficial da União*, Brasília, 7 fev. 2001. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10179.htm. Acesso em: 20 jun. 2024.

BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial da União*, Brasília, 11 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 20 jun. 2024.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 31 dezembro de 1964. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 dez. 1964, retificado em 3 fev, 1965. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 20 jun. 2024.

BRASIL. Lei n. 9.069, de 29 de junho de 1995. Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para conversão das obrigações para o REAL, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 30 jun. 1995. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9069.htm. Acesso em: 20 jun. 2024.

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS (CPSS). *The role of central bank money in payment systems*. Basel (CH): Bank for International Settlements, 2003. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d55.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2024.

COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES; MARKETS COMMITTEE (CPMI-MC). Central bank digital currencies.

Market Committee Papers, n. 174, 12 mar. 2018. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d174.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2024.

COZER, C. Aspectos legais da assistência financeira de liquidez no Brasil: módulo permanente de liquidez. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 14, v. 53, p. 277-308, jul./set. 2011.

COZER, C. Perfis de atuação do Banco Central do Brasil no segmento de pagamentos de varejo. In: COHEN, Gabriel (Org.). p. 35-59. *Direito dos meios de pagamento: natureza jurídica e reflexões sobre a Lei n. 12.865/2013*. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

DI IORIO, A.; KOSSE, A.; MATTEI, I. Embracing diversity, advancing together: results of the 2023 BIS survey on central bank digital currencies and crypto. *BIS Papers*, n. 147, jun. 2024. Disponível em; <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap147.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2024.

GROUP OF CENTRAL BANKS (GoCB). Central bank digital currencies: foundational principles and core features. *Report n. 1*, Bank for International Settlements, 2020. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/othp33.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2024.

HAYEK, F. A. Denationalisation of money: the argument refined: an analysis of the theory and practice of concurrent currencies. 3. ed. London (UK): The Institute of Economic Affairs, 1990.

INGHAM, G. *The nature of money*. Cambridge (UK): Polity Press, 2004.

LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. *Economia monetária*. 8. ed. São Paulo (SP): Atlas, 2002.

SALAMA, B. M.; ZELMANOVITS, L. Crítica à proposta de criação de Real Digital de “Varejo”. Texto para discussão pública. 9 maio 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/eventos/131>. Acesso em: 21 jun. 2024.

WEBER, M. *Economy and society: an outline of interpretive sociology*. Tradução de E. Fischoff *et al.* Berkeley (CA): University of California Press, 2005. v. 1. Disponível em: <https://dn790001.ca.archive.org/0/items/MaxWeberEconomyAndSociety/MaxWeberEconomyAndSociety.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2024.

WRAY, L. R. *Understanding modern money: the key to full employment and price stability*. Cheltenham (UK): Edward Elgar Publishing, 1998.

CAPÍTULO 9

O PAPEL DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NA PROMOÇÃO DAS FINANÇAS VERDES SOB O PRISMA DA LEI COMPLEMENTAR N.179/2021

Pedro Henrique de Castro Martins Teixeira

Mestrando em Direito pela UFMG. Advogado em Belo Horizonte.

Sumário: 1 Introdução. 2 Os objetivos fundamentais do Banco Central do Brasil na Lei Complementar n. 179/2021. 3A atuação de bancos centrais frente a finanças verdes, com foco no Banco Central do Brasil. 4 A compatibilidade de inclusão da promoção das finanças sustentáveis no mandato do Banco Central do Brasil conforme a Lei Complementar n. 179/2021. 4.1 Estabilidade de preços. 4.2 Estabilidade e eficiência do Sistema Financeiro Nacional. 5 Conclusão. Referências.

Resumo

Com o objetivo de analisar se o ordenamento jurídico brasileiro impõe ao Banco Central do Brasil (BCB) o dever de incluir em seu mandato ações voltadas para lidar com desafios climáticos e com a promoção de finanças sustentáveis, este trabalho foi produzido mediante abordagem de aspectos econômicos e jurídicos. Verificou-se a hipótese de que se trata de obrigatoriedade imposta ao BCB por dispositivos constitucionais e legais e pela direta relação entre a estabilidade de preços e a adequada proteção ambiental. Realizou-se análise de dados relativos ao impacto do tema para o mercado e de normas, em especial da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CR/1988) e da Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021), revisão bibliográfica e breve exame de orientações e regulações estrangeiras sobre o papel de bancos centrais quanto a finanças sustentáveis, com ênfase nas experiências da Inglaterra e dos Estados

Unidos da América. Concluiu-se, de forma preliminar, que, apesar de a Lei Complementar n. 179/2021 não incluir explicitamente a promoção da sustentabilidade no mandato do BCB, é essencial sua integração com as funções centrais da instituição, como a estabilidade de preços e a segurança do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Mudanças climáticas representam riscos econômicos significativos, afetando cadeias produtivas, inflação e estabilidade financeira, justificando a adoção de políticas regulatórias que incorporem critérios climáticos e de sustentabilidade. Além disso, a CR/1988 fornece suporte para essa atuação, ao estabelecer a defesa do meio ambiente como princípio fundamental da ordem econômica e exigir o equilíbrio entre desenvolvimento e justiça social. Lacunas normativas e possíveis impactos na autonomia do BCB, entretanto, ainda exigem novas etapas de pesquisas, especialmente sobre os limites de sua atuação em sustentabilidade.

Palavras-chave: Banco Central do Brasil (BCB). Finanças sustentáveis. Objetivos. Mandato.

1 INTRODUÇÃO

A crise climática é uma realidade que tem gerado profundas transformações em diversos setores da economia e da sociedade, com impactos que vão desde desastres naturais até mudanças estruturais em mercados financeiros. Estudos realizados na última década estimam que o impacto econômico pode implicar em redução anual do PIB de 1% a 2%, o que equivaleria a R\$ 109 bilhões de reais em 2023 (Silva; Gurgel, 2016). Outros autores indicam que os riscos climáticos têm o potencial de desestabilizar mercados, ampliando a discussão sobre o papel das instituições reguladoras, especialmente de bancos centrais, no enfrentamento desses desafios (Bolton; Kacperczyk, 2021, p. 28). Com base nesse cenário, surge a necessidade de avaliar como objetivos relacionados à sustentabilidade podem ser integrados aos mandatos dessas instituições.

Tradicionalmente, o principal mandato dos bancos centrais refere-se à política monetária, com foco na estabilidade de preços, traduzida em metas definidas para a taxa de inflação (Campiglio *et al.*, 2018, p. 3). Após a crise financeira global de 2008, no entanto, os bancos centrais das economias mais desenvolvidas sofreram críticas por não se atentarem a outros aspectos além da estabilidade financeira. Com a consolidação desse novo cenário de macrorriscos interligados, discute-se se os bancos centrais devem ter uma atuação mais abrangente, voltando sua atenção não somente para sua atuação tradicional, mas também para os desafios ambientais e a promoção da sustentabilidade (Volz, 2017, p. 19).

No Brasil, a Lei Complementar (LC) n. 179/2021 (Brasil, 2021) trouxe mudanças significativas ao consolidar a autonomia do Banco Central do Brasil (BCB), estabelecendo objetivos claros para sua atuação, bem como os critérios para a verificação da eficácia de seus diretores em atingi-los. Dentre esses objetivos, destacam-se a manutenção do poder de compra da moeda, a estabilidade financeira, suavização das flutuações econômicas e o pleno emprego, mas a emergência dos riscos climáticos e a relevância das finanças sustentáveis suscitam debates sobre sua compatibilidade com a atuação do BCB. Com o crescente impacto dos riscos climáticos sobre a estabilidade econômica e financeira, questões como a hierarquia dos objetivos do BCB, o impacto desses riscos sobre a atividade econômica e a fundamentação jurídica para respaldar a definição de ações em prol das finanças verdes tornam-se centrais.

Nesse contexto, admitindo-se que as mudanças climáticas podem interferir na estabilidade de preços, avaliou-se, neste trabalho, a possibilidade de o BCB incorporar medidas relacionadas às finanças verdes em seu mandato. O que foi feito mediante revisão bibliográfica e análise cuidadosa de dispositivos normativos, principalmente, daqueles contidos na LC n. 179/2021 (Brasil, 2021) examinada em conjunto com impactos dos riscos climáticos sobre a economia.

Para estudar a compatibilidade da adoção de políticas e normas regulatórias voltadas para o endereçamento de riscos climáticos e

promoção de finanças verdes com o mandato/objetivos fundamentais do BCB conforme LC n. 179/2021, foi necessário pesquisar, inicialmente, quais os objetivos fundamentais instituídos pelo legislador e qual sua intenção ao estabelecer o mandato da instituição monetária. Essa pesquisa foi feita com base na evolução das normas aplicáveis ao Banco Central do Brasil, além de um estudo aprofundado da LC n. 179/2021, sua tramitação e aprovação. Em seguida estudou-se o panorama regulatório internacional com foco nos textos de Dikau e Volz (2021) e Dafe e Volz (2015). Verificou-se, ainda, o panorama legislativo e regulatório nacional, por meio da análise das normas do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do BCB voltadas para finanças verdes. Por fim, fez-se o cotejo dessas normas com os objetivos da autoridade monetária conforme LC n. 179/2021.

O levantamento desses materiais foi feito com adoção das palavras-chave “finanças sustentáveis”, “riscos climáticos”, “impactos financeiros” e seus equivalentes em inglês buscadas no Google Acadêmico, na plataforma comum do Google e na plataforma *Research Gate*.

Além dessas estratégias, foram analisadas, também, as experiências dos Estados Unidos da América e da Inglaterra, países que já avançaram na integração de critérios ambientais às suas políticas regulatórias, oferecendo exemplos que podem servir de indicativo para o Brasil. A avaliação das práticas de outros reguladores financeiros e das perspectivas globais sobre finanças verdes complementa a investigação, buscando compreender como o banco central pode alinhar seu mandato aos desafios ambientais contemporâneos.

O resultado da investigação foi dividido em três partes, além desta introdução, da conclusão e do tópico relativo às referências bibliográficas. No tópico 2, foram analisados os objetivos fundamentais do BCB, com foco na LC n. 179/2021 (Brasil, 2021), procedendo-se análise da evolução da legislação sobre a autoridade monetária no Brasil, com foco na discussão e edição da LC n. 179/2021. No tópico 3, fez-se breve análise da perspectiva internacional de regulação financeira para finanças sustentáveis, com foco nas jurisdições

estadunidense e britânica. No tópico 4, apresentou-se o atual estado da regulação no Brasil, abarcando as normas do CMN e do BCB. Por fim, no tópico 5, analisou-se a existência de harmonia entre os objetivos fundamentais estabelecidos pela LC 179/2021 e a atual regulação da atividade de movimentação profissional de recursos financeiros no Brasil, cotejando-se os princípios constitucionais aplicáveis que informam a aplicação de toda a legislação pátria.

2 OS OBJETIVOS FUNDAMENTAIS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NA LEI COMPLEMENTAR N. 179/2021

Ao se buscar compreender quais são os objetivos fundamentais do BCB, foi necessário, em primeiro lugar, recorrer à técnica kelseniana para entender como o tema é tratado pela ordem constitucional, eis que o Sistema Financeiro Nacional (SFN) está inserido no Capítulo IV do Título VII (da ordem econômica e financeira) da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CR) (Brasil, 1988), que estabelece as diretrizes principais para o ordenamento jurídico brasileiro em matéria de regulação financeira.

O *caput* do art. 192¹ da CR/1988 apresenta os objetivos do SFN voltados para o interesse da coletividade e o desenvolvimento equilibrado do País. Ressalte-se que esse artigo deve ser interpretado em conjunto com o art. 170², uma vez que ambos consagram os

- 1 CR/1988, art. 192: “O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram” (BRASIL, 1988).
- 2 CR/1988, art. 170: “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I – soberania nacional; II – propriedade privada; III – função social da propriedade; IV – livre concorrência; V – defesa do consumidor; VI – defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII – redução das desigualdades regionais e sociais; VIII – busca do pleno emprego; IX – tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País” (Brasil, 1988).

princípios de proteção ao meio ambiente e garantias relacionadas à ordem econômica.

Inicialmente, os objetivos do BCB estavam delimitados na Lei n. 4.595/1964 (Brasil, 1964), que o criou e extinguiu a Superintendência da Moeda e Crédito (SUMOC). As funções atribuídas ao BCB restringiam-se ao cumprimento das normas do CMN, elaboradas na formulação da política da moeda e do crédito (PMC), conforme art. 9^o da Lei n. 4.595/1964. Essa política consistia em um conjunto de mecanismos de controle dos mercados monetário, cambial e de crédito, como o controle do volume de dinheiro em circulação, os depósitos compulsórios, os negócios com títulos públicos direcionada a promover assistência de liquidez, além da execução da política cambial, a supervisão e regulação bancária e a vigilância do sistema financeiro, mediante edição de normas, acompanhamento de riscos inerentes à atividade, verificação de competência dos administradores, dentre outros mecanismos de controle exercidos pelo BCB (Alvares, 2024).

Com a LC n. 179/2021 (Brasil, 2021), estabeleceu-se formalmente a autonomia técnica e operacional do BCB, que passou a assumir a PMC, adquirindo plenos poderes sobre os instrumentos necessários para a execução da política monetária, já mencionados. Além disso, o CMN manteve a competência para o estabelecimento das metas de política monetária, comumente conhecidas como as metas de inflação.

Em relação à política cambial, a LC n. 179/2021 suprimiu a regulação do valor externo da moeda do domínio da PMC, atribuindo-a, por consequência, ao BCB. Manteve-se, no entanto, a competência do CMN para disciplinar a política cambial⁴. Por fim, o controle

3 Lei n. 4.595/1964, art. 9^o: “Compete ao Banco Central da República do Brasil cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional” (Brasil, 1964).

4 LC n. 179/2021, art. 7^o: “O art. 10 da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, passa a vigorar com as seguintes alterações: “Art. 10. [...] XV – efetuar, como instrumento de política cambial, operações de compra e venda de moeda estrangeira e operações com instrumentos derivativos no mercado interno, consoante remuneração, limites, prazos, formas de negociação e outras condições estabelecidos em regulamentação por ele editada” (Brasil, 2021).

da atividade creditícia e a supervisão bancária permaneceram sob responsabilidade do BCB, sendo o CMN responsável apenas pela formulação da regulação prudencial e pela disciplina da supervisão bancária e vigilância do mercado financeiro a ser exercida pela autoridade monetária (Alvares, 2024). Ao conferir independência ao BCB, a LC n. 179/2021 (Brasil, 2021) alterou o paradigma de subordinação ministerial, sob a argumentação de que uma autoridade monetária autônoma estaria mais bem posicionada para atingir seus objetivos, dada a ausência de interferência política, conforme mencionado na justificativa do Projeto de Lei Complementar (PLP) n. 19/2019 (Brasil, 2019) – proposto pelo Senador Plínio Valério –, que viria a se tornar a LC n. 179/2021.

A concessão de autonomia pelo legislador, no entanto, foi acompanhada da necessidade de definição clara dos objetivos da autoridade financeira, para que fosse possível exigir responsabilidade e transparência na condução das atividades do BCB, de modo a evitar a concessão de um “cheque em branco”, como destacado pelo Senador Eduardo Braga em sua emenda ao Projeto de Lei Complementar n. 19/2019 (PLP n. 19/2019), que foi a primeira a sugerir a definição de um objetivo para o BCB.

Além da emenda elaborada pelo senador Eduardo Braga, diversas outras foram apresentadas, tratando da definição dos objetivos fundamentais do BCB, conforme se pode observar no quadro a seguir. Nele constam todas as propostas formuladas pelos legisladores no sentido de definir os objetivos da autoridade monetária brasileira e as respectivas justificativas.

Proposta/ Autor	Texto	Justificativa
Emenda n. 4/ – Senador Eduardo Braga	Alteração do art 9º da Lei n. 4.595/64 para: Art. 9º Compete ao Banco Central da República do Brasil perseguir o controle da inflação, a estabilidade financeira, o crescimento econômico e o pleno emprego, fiscalizar e regular o sistema financeiro para garantir um sistema sólido e eficiente, bem como cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional.	A proposta observa exemplos de bancos centrais como o Federal Reserve dos EUA e o Banco Central Europeu, que têm mandatos duplos voltados para a estabilidade de preços e o estímulo ao emprego. A justificativa inclui críticas à política monetária do BC durante a crise de 2015-2016, quando o foco exclusivo no controle da inflação agravou a recessão e o desemprego. Assim, a definição de objetivos mais amplos para o BC permitiria uma política monetária mais equilibrada, contribuindo para o crescimento econômico e a estabilidade do emprego, alinhando o Brasil com as práticas de grandes economias internacionais.
Emenda n. 5/ – Senador Tasso Jereissati	Inclusão do art. 1º ao Projeto de Lei Complementar (PLP) n. 19: "Art. 1º O Banco Central do Brasil tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços. <i>Parágrafo único.</i> Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, o Banco Central do Brasil também tem por objetivos suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e zelar pela solidez e eficiência do Sistema Financeiro Nacional"	A proposta sugere que, além de assegurar a estabilidade de preços, o Banco Central tenha como objetivos adicionais suavizar flutuações econômicas e zelar pela solidez do Sistema Financeiro Nacional, reforçando a transparência e a responsabilização na condução da política monetária. Há debate sobre se os bancos centrais devem ter objetivos explícitos relacionados ao crescimento econômico ou ao desemprego, mas a proposta enfatiza que o foco deve estar em mitigar desvios excessivos do nível de atividade econômica. Menciona-se que Arminio Fraga, ex-presidente do Banco Central, apoia a inclusão desse mandato secundário em lei, argumentando que isso formalizaria uma prática já existente e aumentaria a transparência. Assim, busca-se alcançar estabilidade macroeconômica, com inflação controlada e menor volatilidade econômica, favorecendo um ambiente de crescimento sustentado.

Emenda Modificativa n. 3/ – Deputado Merlong Solano	Art. 1°. O Banco Central do Brasil tem por objetivos fundamentais assegurar a estabilidade de preços, zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego	Os instrumentos de política conduzidos pelo Banco Central possuem efeitos sobre o nível de preços, mas também sobre a estabilidade e eficiência do sistema financeiro e sobre o nível de atividade e de emprego. Ou seja, ao tomar suas decisões, o Banco normalmente afeta a todos eles. A sociedade não elegeu um dos objetivos à frente dos demais, e não é razoável que a lei que dispõe sobre o Banco Central o faça, como propõe o projeto. Para eliminar essa hierarquia de modo a que o Banco tenha que pesar de forma abrangente os impactos de suas decisões, esta emenda propõe colocar todos os objetivos no mesmo nível. Assim, solicito apoio para sua aprovação.
Emenda Modificativa n. 12/ – Deputada Gleisi Hoffmann	Art.1°. O Banco Central do Brasil tem por objetivo perseguir a estabilidade de preços e fomentar o pleno emprego.	A proposta apresenta justificativa afirmando que a autonomia de bancos centrais com mandato único (focado apenas na estabilidade de preços) pode dificultar a coordenação entre a política monetária e a política fiscal. Historicamente, como nos EUA e na Alemanha nos anos 1980, a falta de alinhamento levou a políticas fiscais expansivas para compensar a contração monetária, resultando em um aumento adicional dos juros pelos bancos centrais para controlar a inflação. Isso ilustrou como a ausência de coordenação reduz a eficiência das políticas econômicas. Após a crise de 2008, a importância de uma política monetária coordenada ficou evidente, com bancos centrais como o FED e o Banco Central Europeu mantendo juros baixos e criando liquidez para sustentar a economia. Durante a pandemia de 2020, vários países emergentes adotaram medidas semelhantes, combinando gastos públicos e redução de juros. Contudo, sem coordenação efetiva entre o Tesouro e um Banco Central autônomo, especialmente com mandato único, há riscos de perda de eficiência na política econômica, dificultando a implementação de medidas como o <i>quantitative easing</i> (QE) em economias com moedas que não são de reserva internacional.

Emenda Modificativa n. 17/ – Deputada Perpétua Almeida	Art. 1º O Banco Central do Brasil tem por objetivos fundamentais assegurar a estabilidade de preços, zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego.	A emenda propõe que a autonomia do Banco Central seja acompanhada de uma definição clara e abrangente de seus objetivos, sem hierarquizá-los. O texto critica a prioridade exclusiva dada à estabilidade de preços, destacando que isso poderia prejudicar outros objetivos importantes, como a estabilidade do sistema financeiro, o crescimento econômico e o pleno emprego. A proposta defende que o Banco Central deve perseguir todos os seus objetivos simultaneamente, pois não é possível controlar a inflação sem garantir a estabilidade financeira. Além disso, priorizar exclusivamente a estabilidade de preços pode resultar em recessão, subutilização dos recursos produtivos e aumento do desemprego, com graves impactos sociais e econômicos.
Emenda Modificativa n. 24/ –Deputado José Guimarães	Art. 1º O Banco Central do Brasil tem por objetivos fundamentais assegurar a estabilidade de preços, zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego.	O texto defende que a missão do Banco Central deve ser clara e ampla, refletindo o poder delegado pela sociedade e sem hierarquizar seus objetivos. Diferente de bancos centrais como o Federal Reserve e o Banco Central da Austrália, que incluem metas como pleno emprego e estabilidade financeira em suas atribuições, o Banco Central do Brasil (BCB) atualmente prioriza apenas a estabilidade de preços e um sistema financeiro sólido, o que é visto como uma visão limitada. A proposta sugere que o BCB deve perseguir simultaneamente três objetivos: estabilidade de preços, estabilidade e eficiência do sistema financeiro, e suavização das flutuações econômicas para fomentar o pleno emprego, alinhando-se com práticas modernas de outros países. O texto argumenta que controlar a inflação sem causar desemprego e apoiar o crescimento econômico deve ser parte do mandato do Banco Central, especialmente em um cenário pós-pandemia que requer uma abordagem integrada de proteção econômica e social.

Emenda Modificativa n. 29/ – Deputado Rogério Correia	Art. 1 – O Banco Central do Brasil tem por objetivo fundamental assegurar o bom funcionamento da economia brasileira, conduzindo a política monetária de forma a garantir o pleno emprego, a estabilidade de preços, a quantidade de moeda necessária ao bom funcionamento da economia e manter as taxas de juros de longo prazo em níveis moderados.	O texto critica o PLP 19/2019 por definir a estabilidade de preços como o único objetivo fundamental do Banco Central do Brasil (BC), deixando outros objetivos, como suavizar flutuações econômicas e fomentar o pleno emprego, apenas como intenções sem obrigatoriedade. A linguagem vaga no art. 1º do projeto é apontada como ineficaz para responsabilizar o BC pelo desempenho econômico. Além disso, a crítica se estende ao regime de metas de inflação adotado, que prioriza altas taxas de juros e o enxugamento de moeda, práticas que não conseguem combater as verdadeiras causas da inflação, como o aumento de preços administrados e problemas na política agrícola. O texto menciona que, ao contrário do BC, mesmo o Federal Reserve nos EUA tem metas obrigatórias claras, que incluem estabilidade econômica e pleno emprego.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Após a tramitação, o PLC n. 19/2019 (Brasil, 2019), foi promulgado e o art. 1º da nova lei passou a conter os objetivos a serem perseguidos pelo BCB. No *caput*, estabeleceu-se como objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços e, no parágrafo único, os objetivos secundários, que incluem zelar pela estabilidade e eficiência do sistema financeiro, suavizar flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego.

Os objetivos do BCB, conforme definidos pela LC n. 179/2021 (Brasil, 2021), alinham-se com a missão institucional de “garantir a estabilidade do poder de compra da moeda, zelar por um sistema financeiro sólido, eficiente e competitivo e fomentar o bem-estar econômico da sociedade”, assim como com os objetivos constitucionais estabelecidos para o SFN, conforme discutido anteriormente (BCB, 2024).

Apesar da aparente harmonia entre os objetivos do BCB, ao se analisar a sequência de emendas e discussões ocorridas no parlamento, verifica-se uma controvérsia quanto à instituição de hierarquia para os objetivos do BCB, além de indefinição sobre a inclusão do “desempenho econômico”, conforme a justificativa da emenda do deputado Rogério Correia (Brasil, 2019). A LC n. 179/2021, contudo, estabeleceu clara prevalência entre os objetivos do BCB, colocando a estabilidade de preços e o controle da inflação como primordiais, com os demais objetivos classificados como secundários e concorrentes entre si.

Existem autores que defendem a estabilidade financeira como prioridade entre os objetivos secundários, especialmente após a crise financeira global de 2008, e criticam a inclusão da eficiência financeira e do pleno emprego como objetivos concorrentes à estabilidade e suavização dos ciclos econômicos. Isso se deve ao fato de que a perda de qualquer um desses objetivos resulta em perdas de bem-estar social (Alvares, 2024).

Não obstante a definição desses objetivos, inclusive com a priorização hierárquica, é relevante notar que o BCB tem abraçado novas atribuições que não estão diretamente ligadas ao seu objetivo fundamental, ou mesmo aos objetivos secundários. Um exemplo disso é a recente criação, operação e gestão do Pix⁵ como meio de pagamento de varejo, do *Open Finance* e do Drex, os quais apontam para uma agenda de incentivo à competitividade e inovação no setor financeiro, que pode ou não ser admitida como parte dos objetivos do BCB, dependendo da interpretação adotada. Por outro lado, a recente Lei n. 14.478/2022 (Brasil, 2022a) – que atribuiu ao BCB a competência para regular as entidades que oferecem serviços ligados a criptomoedas e outros ativos virtuais – indica que o mandato da autoridade monetária não se limita apenas à regulação bancária e de pagamentos *stricto sensu*, mas abrange também uma regulação financeira mais ampla, incluindo atividades que não estão diretamente relacionadas à intermediação de recursos financeiros.

5 Para mais informações, cf. Freire (2023).

Outro aspecto interessante na análise da discussão da LC n. 179/2021 (Brasil, 2021) é que, apesar de diversas recomendações no sentido de incluir um mandato voltado para o pleno emprego, desenvolvimento econômico e suavização das flutuações econômicas, nenhum dos parlamentares sugeriu a inclusão de aspectos relacionados a riscos climáticos ou à promoção de finanças sustentáveis nos objetivos da autoridade monetária, algo que ocorreu em outras jurisdições ocidentais, como demonstrado adiante.

Delineados os objetivos que guiam a atuação do BCB como autoridade monetária e reguladora do SFN, passou-se a analisar a atuação voltada para o combate às crises climáticas e à sustentabilidade, bem como seus efeitos quando cotejados com os objetivos estabelecidos pela LC n. 179/2021.

3 BREVES NOTÍCIAS DE ORIENTAÇÕES E REGULAÇÕES ESTRANGEIRAS SOBRE FINANÇAS VERDES

Em períodos mais recentes, tem-se consolidado o consenso de que eventos relacionados à crise climática repercutirão em toda a economia, afetando os sistemas produtivos e representando riscos relevantes para o sistema financeiro, frequentemente não considerados pelos agentes desse mercado em suas atividades (Holanda, 2024). Um exemplo disso pode ser observado na quarta edição do *Relatório de riscos e oportunidades sociais, ambientais e climáticos* do BCB para 2024 (BCB, 2024), que mencionou as enchentes no Rio Grande do Sul, além das alterações climáticas potencializadas pela ocorrência do fenômeno La Niña e sua transição para o El Niño, e as secas na bacia do Amazonas, como responsáveis por impactos significativos na economia nacional⁶.

Com base nessa concepção, bancos centrais têm buscado incluir em suas atuações regulatórias agendas e políticas voltadas para a

⁶ No *Relatório de riscos e oportunidades sociais, ambientais e climáticos* foram estimados os impactos da enchente no Rio Grande do Sul, em 2024, para o governo central em R\$ 25 bilhões.

sustentabilidade, com o objetivo de reduzir o impacto das mudanças climáticas no sistema financeiro (Bartelega, 2023).

Em termos de iniciativas internacionais de bancos centrais, pode-se citar o Network for Greener Financial System (NGFS), o qual o BCB integra desde 2020, consistindo em um “grupo de bancos centrais e supervisores financeiros de diversos países, unidos com o intuito de divulgar melhores práticas de análise e gestão de riscos ambientais e climáticos no setor financeiro” (NGFS, 2024a). O NGFS coopera com outros organismos internacionais, como o Bank for International Settlements (BIS), para estabelecer parâmetros de regulação financeira com foco nos riscos climáticos. Em 2021, o BIS, o NGFS e outras instituições reguladoras internacionais formaram o Central Banks ‘and Supervisors’ Climate Training Alliance (CTA) para coordenar a regulação dos riscos climáticos globalmente. Um resultado relevante dessas iniciativas foi a elaboração e a publicação do documento *Nature-related financial risks: a conceptual framework to guide action by central banks and supervisors* (NGFS, 2024a), que oferece uma metodologia de cenários para a realização de testes de estresse considerando riscos climáticos no setor financeiro.

Outro ator relevante no cenário internacional foi o Financial Stability Board (FSB), que, em 2015, criou a *Task Force on Climate-related Disclosure* (TCFD), posteriormente incorporada ao *International Sustainability Standards Board* (ISSB) (FSB, 2024b). O objetivo da TCFD é desenvolver, de forma voluntária, divulgações de informações relacionadas a riscos climáticos para instituições financeiras, úteis para investidores, credores e seguradoras na compreensão dos riscos mais relevantes (FSB, 2015).

Em outras jurisdições, também foram desenvolvidos mecanismos de regulação voltados para o endereçamento dos riscos climáticos e a promoção de finanças sustentáveis. Neste trabalho, foram analisados apenas os mecanismos adotados pelos reguladores dos Estados Unidos da América (EUA) e da Inglaterra, recorte que se justifica em razão da disponibilidade de material sobre essas jurisdições, a facilidade de acesso, do domínio do autor da língua inglesa e pelo fato de que se tem

notícia ser Banco Central da Inglaterra a única autoridade monetária que incluiu em seus objetivos a perseguição de uma economia *net zero* ou zero carbono (Jackson; Bailey, 2023).

A autoridade monetária estadunidense foi uma das últimas a se movimentar para regular aspectos dos riscos climáticos ou da promoção de finanças verdes. Apenas em 2021, em um relatório do Financial Stability Oversight Council (FSOC) – entidade responsável por avaliar os riscos financeiros sistêmicos nos EUA – concluiu-se que os riscos decorrentes da crise climática poderiam afetar gravemente o sistema financeiro dos Estados Unidos e que os reguladores deveriam tomar providências para aumentar a quantidade de dados e ferramentas de medição de riscos disponíveis, melhorar as avaliações de riscos climáticos e vulnerabilidades aplicáveis ao mercado financeiro e incorporar práticas de gestão de riscos climáticos nas entidades supervisoras (FSOC, 2021).

Foi criada, então, nova entidade responsável por regular e supervisionar os riscos climáticos no FSOC, denominada Climate-related Financial Risk Committee (CFRC), cuja prioridade é identificar e mitigar os efeitos de riscos climáticos no sistema financeiro, além de servir como um coordenador para o compartilhamento de informações. O CFRC também ficou encarregado de fortalecer as práticas de uniformização das divulgações relacionadas a riscos financeiros, trabalhando com as iniciativas já desenvolvidas pela TCFD, mencionada. Em complemento, o FED também criou, em 2021, dois novos comitês de regulação de riscos climáticos: o Supervision Climate Committee (SCC) e o Financial Stability Climate Committee (FSCC). O SCC recebeu a função microprudencial, ficando responsável por ampliar a capacidade do FED de identificar e avaliar os riscos climáticos e desenvolver regulação para garantir a resiliência das instituições financeiras reguladas em face de tais riscos. Já o FSCC tem uma função macroprudencial, buscando estudar e compreender como os riscos climáticos podem surgir e amplificar riscos já existentes no sistema financeiro, gerando impactos maiores para riscos já conhecidos (Cullen; Faull, 2023).

No caso da Inglaterra, a atuação foi uma das pioneiras entre os bancos centrais ocidentais. Um dos comitês do Banco da Inglaterra (BoE), voltado para a regulação prudencial, chamado Prudential Regulation Authority (PRA), divulgou, em 2019, a primeira orientação sobre riscos climáticos para bancos e seguradoras, obrigando essas instituições a considerarem riscos climáticos em suas estruturas de governança e gestão de riscos (PRA, 2019). A orientação já previa um nível avançado de exigências, incluindo a indicação de um profissional responsável pela avaliação de riscos climáticos com função sênior, a implementação de práticas de divulgação de riscos climáticos, a análise de cenários e práticas de gestão de riscos especializadas para riscos climáticos.

Em 2021, o BoE incluiu em seu mandato secundário – equivalente aos objetivos do BCB I – o objetivo de auxiliar na transição para uma economia de carbono neutro (*net zero*). Essa mudança obrigou a autoridade monetária, na Inglaterra, a alinhar suas políticas com as iniciativas de sustentabilidade do governo, sem prejuízo do seu objetivo principal de perseguir a estabilidade de preços (Simpson; Wolf, 2024).

Além de analisar essas duas jurisdições estrangeiras, localizou-se material em que se demonstrou que 135 bancos centrais e autoridades monetárias têm adotado formas distintas de lidar com a emergência dos riscos climáticos.

Conforme Dikau *et al.* (2021), de 135 bancos centrais/autoridades monetárias analisados ao redor do mundo, 70 foram identificados com mandatos que, direta (Banco da Inglaterra) ou indiretamente (Singapura, Austrália, Bangladesh, Índia, Líbano, Mongólia, Nigéria, Paquistão e Samoa), contam com apoio de políticas governamentais para atuarem em prol da sustentabilidade do crescimento econômico ou sustentabilidade, *per se*. Desses, 15 países (República Tcheca, Fiji, Gâmbia, Geórgia, Hungria, Iraque, Malásia, Nepal, Filipinas, Rússia, Cingapura, África do Sul, Tanzânia, Ucrânia e Zimbábwe) e uma união monetária (União Econômica e Monetária do Oeste Africano) foram identificados com mandatos diretamente voltados para a promoção e

o apoio de práticas de sustentabilidade no crescimento econômico ou desenvolvimento. Em quase todos os casos, entretanto, esse objetivo foi considerado secundário em relação à estabilidade de preços. Os autores, no entanto, notam que a maior parte dos objetivos dos bancos centrais e autoridade monetárias estudados foram estabelecidos antes de riscos climáticos se tornarem uma preocupação política e social relevante, de forma que os objetivos foram originalmente pensados para suportar um desenvolvimento econômico de forma mais abrangente, e não necessariamente uma transição para economia de baixo carbono.

A análise também revelou que uma grande proporção dos bancos centrais estava localizada em países em desenvolvimento, em que os mandatos tinham uma tradição de serem mais amplos, com objetivos de promoção de políticas voltadas para o desenvolvimento econômico, o que pode contrastar com os objetivos de estabilização financeira e, por consequência, atenção a riscos climáticos (Dafe; Volz, 2015). Dikau e Volz (2015), no entanto, constataram que não houve correlação entre a inclusão de um mandato voltado para a sustentabilidade e a atuação da instituição, sendo que a maior parte das políticas adotadas pelos bancos centrais analisados teve como objetivo incorporar riscos climáticos ao sistema financeiro para que esses riscos fossem considerados na precificação das atividades de instituições financeiras. Os autores ainda afirmaram que essas políticas funcionaram ao ampliar a eficiência do mandato central dos bancos centrais (estabilidade da moeda), uma vez que permitiram que os bancos centrais atuassem em sistemas financeiros que cada vez mais consideravam riscos climáticos e critérios de sustentabilidade em suas atividades.

Conclui-se que, apesar da evolução em práticas regulatórias de finanças verdes no mundo, as autoridades monetárias ainda têm preocupações mais prementes, voltadas para o controle da inflação, crescimento econômico e estabilidade financeira, de modo que, apesar de mais frequentes os estudos e normas emitidas com o objetivo de endereçar riscos climáticos, ainda não estão amplamente

difundidos entre autoridades monetárias, especialmente em países em desenvolvimento. Apesar dessa relação demonstrada por Dafe e Volz (2015), o Brasil apresenta um arcabouço já desenvolvido de normas voltadas para finanças verdes, conforme se verá na seção a seguir.

4 A EXPERIÊNCIA REGULATÓRIA BRASILEIRA COM FINANÇAS VERDES

No Brasil, a atuação institucional do BCB voltada para a crise climática iniciou-se em 2020, quando foi incluída na Agenda BC# a dimensão “Sustentabilidade”. No entanto, normas como a Resolução CMN n. 4.327/2014 (CMN, 2014) e a Resolução CMN n. 4.557/2017 (CMN, 2017) já tratavam do risco socioambiental ao reger o gerenciamento de riscos das instituições financeiras. A partir de 2020, no entanto, a promoção de finanças sustentáveis, o gerenciamento de riscos sociais, ambientais e climáticos pelo SFN e a integração de critérios de sustentabilidade no processo de tomada de decisão do BCB passaram a fazer parte da sua agenda institucional e, conseqüentemente, do seu planejamento estratégico.

Dentre as principais ações regulatórias propostas pelo BCB, destacam-se as medidas de responsabilidade social, ambiental e climática direcionadas às instituições financeiras, as medidas de gerenciamento dos riscos social, ambiental e climáticos, bem como os critérios de divulgação de informações sobre esses temas, tudo em consonância com a regulação internacional já mencionada.

Os pilares norteadores da edição de normas relacionadas à dimensão “Sustentabilidade” da Agenda BC# (BCB, 2024) podem ser resumidos da seguinte forma: I – aprimoramento da regulação prudencial com foco no gerenciamento do risco social, ambiental e climático; e II – a imposição de divulgação de informações sobre os riscos social, ambiental e climático, bem como das oportunidades de negócios relacionadas ao tema.

Tais pilares podem ser verificados nas seguintes normas: (i) Resolução CMN n. 4.943/2021 (CMN, 2021a), que altera a Resolução CMN n. 4.557/2017 (CMN, 2017), que dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos a estrutura de gerenciamento de capital e a política de divulgação de informações (BCB, CMN, 2021); (ii) Resolução CMN n. 4.944/2021 (CMN, 2021b), que altera a Resolução BCB n. 4.606/2017 (BCB, 2017), que dispõe sobre a metodologia facultativa simplificada para apuração do requerimento mínimo de Patrimônio de Referência Simplificado (PRs5), os requisitos para a opção por essa metodologia e os requisitos adicionais para a estrutura simplificada de gerenciamento contínuo de riscos (CMN, 2021b); (iii) Resolução CMN n. 4.945/2021 (CMN, 2021c), que dispõe sobre a Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC) e sobre as ações com vista à sua efetividade (CMN, 2021); (iv) Resolução BCB 139/2021 (BCB, 2021a), que dispõe sobre a divulgação anual do Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas (Relatório GRSAC) pelas instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, que se enquadrem nos Segmentos S1, S2, S3 ou S4; e (v) Resolução BCB 151/2021 (BCB, 2021b), que dispõe sobre a remessa de informações relativas a riscos sociais, ambientais e climáticos de que tratam a Resolução CMN n. 4.557/2017 (CMN, 2017) e a Resolução CMN n. 4.945/2021 (CMN, 2021c), bem como as Resoluções BCB n. 265/2022 (BCB, 2022) e n. 331/2023 (BCB, 2023).

Dessa forma, observa-se que a atuação do BCB em relação à sustentabilidade evoluiu significativamente desde a introdução da dimensão “Sustentabilidade” na Agenda BC# (BCB, 2024). Embora já existissem normas voltadas para o risco socioambiental, a partir de 2020 houve um avanço qualitativo e institucional na integração dos critérios ESG às práticas regulatórias e de supervisão do SFN. É necessário, no entanto, avaliar a compatibilidade de tal atuação regulatória do BCB diante dos objetivos fundamentais instituídos pela LC n. 179/2021 (Brasil, 2021), bem como demais normas orientadoras da atividade da autoridade monetária.

5 A COMPATIBILIDADE DE INCLUSÃO DA PROMOÇÃO DAS FINANÇAS SUSTENTÁVEIS NO MANDATO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL CONFORME A LC N. 179/2021

A influência da materialização de riscos climáticos na performance econômica de um país é bem documentada, a literatura nacional aponta para redução no PIB; consumo das famílias e aumento das desigualdades regionais em virtude de concentração econômica em caso de mudanças climáticas globais significativas, como aumento de pluviosidade ou da temperatura (Silva; Pereira; Oliveira, 2024; Haddad *et al.*, 2010); ou redução da produção e impacto em longo prazo na capacidade produtiva de uma região, como foi o caso das enchentes no Rio Grande do Sul em 2024 (Benites, 2025).

Diante de tais evidências, fica claro que impactos financeiros podem atingir a economia nacional e prejudicar a atuação do BCB em relação a seus objetivos fundamentais, conforme definidos na LC n. 179/2021. Dessa forma, para verificar a compatibilidade entre os objetivos fundamentais do BCB e a atuação para promoção de finanças verdes e preventiva em relação a riscos climáticos, é preciso investigar mais profundamente, cotejando a aplicação da lei federal com os princípios da CR/1988 (Brasil, 1988).

Verificou-se que os objetivos previstos para o BCB na LC n. 179/2021 não incluem diretamente a atuação voltada para a transição em finanças sustentáveis ou mesmo a observância de políticas governamentais direcionadas a essa área. Ao se analisar, no entanto, os objetivos estabelecidos pela LC n. 179/2021 em conjunto com os princípios que regem o SFN e a ordem econômica definidos pela Constituição da República Federativa do Brasil verificam-se fundamentos que legitimam a atuação do Banco Central do Brasil voltada para a mitigação de riscos climáticos e a promoção das finanças sustentáveis. O art. 170 da CR/1988 (Brasil, 1988) orientou a ordem econômica nacional de acordo com os princípios da existência digna e da justiça social, destacando, em seu inciso VI, a defesa do meio ambiente como um dos pilares dessa organização. De forma

complementar, o *caput* do art. 192 estabeleceu que o SFN deveria ser estruturado para promover o desenvolvimento equilibrado do País e atender aos interesses da coletividade. Essas disposições impõe uma orientação dotada de caráter constitucional conformador – em que a CR/1988 apresenta estrutura diretiva sobre a ordem legal. Com isso, informa, molda e estrutura os setores do direito – o que justifica a reivindicação pela realização de políticas públicas voltadas para o atingimento desses objetivos pelo Estado (Grau, 2015), ou seja, as atribuir caráter programático, exigindo que a organização econômica brasileira observe o desenvolvimento sustentável como requisito essencial.

Assim, entende-se que o texto constitucional incluiu entre os objetivos do SFN eficiência econômica, que deverá ser atingida em consonância com a proteção ambiental, em tentativa de se garantir o acesso de todos a um meio ambiente ecologicamente equilibrado, o que, por sua vez permitirá um crescimento econômico sustentável e duradouro. Nesse sentido, a atuação do BCB em favor das finanças sustentáveis alinhou-se aos interesses da coletividade e ao mandato de promover a estabilidade e o desenvolvimento econômico do País.

5.1 Estabilidade de preços

A literatura já demonstrou que mudanças climáticas – como o aumento da temperatura – resultam em significativa redução do crescimento econômico (Dell *et al.*, 2012 e Burke; Hsiang; Miguel, 2015), bem como causa influência na fixação dos preços de produtos e serviços (Faccia; Parker; Stracca, 2021; Kabundi; Mlachila; Yao, 2022). Em pesquisa, Cevik e Jalles (2023) examinaram 173 países e concluíram que choques de temperatura têm efeitos deletérios no crescimento econômico em longo prazo, resultando em impacto no PIB, enquanto tempestades, secas e enchentes impactam negativamente a produção, gerando escassez e aumento de preços, o que implica em aumento de inflação. Ainda, os autores concluem que o aumento na quantidade

de eventos climáticos extremos aumenta a volatilidade na capacidade produtiva e em preços, com potenciais impactos em diversos setores da economia. Outros autores como Kabundi, Mlachila e Yao (2022) concluem que eventos climáticos extremos – como secas ou inundações – afetam especialmente cadeias produtivas de produtos básicos, como aqueles decorrentes da agricultura e extrativismo, além de atingirem outros setores em caso de choques climáticos que prejudiquem infraestrutura usada para escoamento, incluindo a produção de energia (Kabundi; Mlachila; Yao, 2022).

Tendo em vista que esses setores são extremamente relevantes para a economia brasileira⁷ e que fornecem matérias primas para a indústria, pode-se inferir que riscos climáticos têm o potencial de gerar pressão de custos e volatilidade nos preços, com efeito cascata que poderá afetar toda a economia e interferir na condução da política monetária. Esses riscos já vêm sendo estudados e tem-se formado crescente literatura reconhecendo-os como uma possível ameaça à estabilidade de preços, justificando sua consideração no arcabouço da política monetária do BCB (Nordhaus, 2006; Dell; Jones; Olken, 2012; Burke; Hsiang; Miguel, 2015; Kahn *et al.*, 2019; Bansal, Kiku; Ochoa, 2016).

Embora a promoção de políticas de transição climática ou promoção de atividades de baixo carbono não seja parte do mandato do BCB, o acompanhamento e a consideração de riscos climáticos pelo BCB são importantes para a manutenção da estabilidade de preços, uma vez que permite que a autoridade monetária reaja a alterações nas variáveis macroeconômicas impactadas por eventos climáticos de forma tempestiva e razoável. A autoridade monetária deve ser capaz de identificar os canais de transmissão de riscos macroeconômicos para a estabilidade e levá-los em consideração para tomar decisões de política monetária. A integração dessa função no mandato do BCB cria a possibilidade de antecipar impactos climáticos nos preços e

7 O PIB do agronegócio foi responsável por 27,4% do Produto Interno Bruto brasileiro em 2021 (Brasil, 2022b).

ajustar suas ações para evitar choques inflacionários, garantindo a preservação do poder de compra da moeda.

5.2 Estabilidade e eficiência do Sistema Financeiro Nacional

As mudanças climáticas também representam uma fonte crescente de instabilidade financeira. Por serem riscos não lineares⁸, momentos de estresse podem exacerbar impactos econômicos em tomadores de recursos em instituições financeiras integrantes do SFN, podendo culminar com aumento relevante de insolvência e drástica reavaliação de riscos gerando um “momento Minsky”⁹ (Minsky, 1992) na economia, com impactos para a liquidez de todo o sistema financeiro. Por outro lado, a literatura internacional já demonstrou a relevância das vulnerabilidades climáticas em relação a instituições financeiras. No estudo de 2025, o FSB destacou que choques climáticos podem desencadear riscos de crédito, liquidez, sendo amplificados por incertezas quanto ao momento e à magnitude dos eventos (FSB, 2025).

Para identificar os possíveis impactos da crise climática no setor financeiro, as principais entidades reguladoras dos mercados financeiros internacionais (FSB, Banco Central Europeu, TCFD) utilizam uma classificação de riscos baseada em três tipos: (i) riscos de transição; (ii) riscos físicos; e (iii) riscos de responsabilidade¹⁰. Riscos de transição podem ser classificados como a incerteza associada com alterações de políticas públicas, custos e preços relacionados a

8 Uma relação não linear é aquela em que duas variáveis não reagem proporcionalmente em relações de causa e efeito. No caso de riscos climáticos, o impacto de um evento climático extremo na economia pode ser muito superior ao que antecipado, contaminando toda a economia, possivelmente.

9 Momento Minsky é descrito na literatura econômica como o momento em que ocorre a mudança de um ciclo econômico de crescimento e prosperidade, resultando em uma redução de liquidez e problemas de solvência. O termo foi cunhado pelo economista estadunidense Minsky (1992).

10 A Resolução CMN n. 4.943/2021 (CMN, 2021a) adota apenas a divisão entre riscos de transição e riscos físicos, no entanto, a literatura internacional mais moderna inclui os riscos de responsabilidade, motivo pelo qual adotou-se o mesmo padrão.

iniciativas para mitigar a mudança climática – tais como instituição de novos impostos sobre carbono, regulação ambiental –, reduzindo a capacidade de utilização de combustíveis fósseis, desenvolvimento de tecnologia associada à transição energética, dentre outros. Riscos físicos estão associados aos impactos de tragédias climáticas – como secas, enchentes, tempestades – que podem causar impactos diretos e indiretos na economia e podem ter impacto sistêmico com efeitos sobre a estabilidade das instituições financeiras. Riscos de responsabilidade ocorrem dada a incerteza ligada a perdas financeiras, demandas de ressarcimento causados por danos vinculados à crise climática.

A materialização de quaisquer dos riscos mencionados acima poderá culminar em crise de solvência e liquidez, perdas econômicas significativas, aumento de inadimplências, desvalorização de ativos e consequentes riscos sistêmicos para o SFN, do ponto de vista microprudencial. Em resposta, bancos centrais ao redor do mundo, incluindo o BCB, têm adotado medidas para integrar os riscos climáticos aos marcos de supervisão prudencial e estabilidade financeira (Carney, 2015).

Essas medidas incluem a incorporação de análises de risco climático em testes de estresse e cenários em longo prazo, o desenvolvimento de metodologias específicas para monitoramento de impactos ambientais e a redução de lacunas de dados no setor financeiro. Desde o Acordo de Capitais da Basileia II (BIS, 2004), as instituições financeiras podem construir e utilizar modelos próprios de gerenciamento de riscos de crédito, mas deverão incluir os riscos climáticos, conforme estabelecidos pelo art. 38-D BCB da Resolução CMN n. 4.557/2017 (CMN, 2017) – alterada¹¹ –, as análises podem ser

11 Resolução CMN 4.557/2017, art. 38-D: “A estrutura de gerenciamento de que trata o art. 7º deve prever, adicionalmente, para o risco social, o risco ambiental e o risco climático: I – mecanismos para a identificação e o monitoramento do risco social, do risco ambiental e do risco climático incorridos pela instituição em decorrência dos seus produtos, serviços, atividades ou processos e das atividades desempenhadas por: a) contrapartes da instituição, conforme definição estabelecida no art. 21, § 1º, inciso I; b) entidades controladas pela instituição, nos termos dos critérios estabelecidos no § 2º deste artigo; e c) fornecedores e prestadores de serviços terceirizados da instituição, quando relevantes, com

realizadas por meio da incorporação dos riscos climáticos em modelos de análise de crédito, adotando estratégias como desenvolvimento de produtos para mercados que não incorram em riscos climáticos, monitoramento do impacto do clima na capacidade de pagamento da contraparte (PD) e antecipar a adoção de medidas impostas por reguladores (Delloite, 2022).

É essencial, porém, que essas medidas permaneçam alinhadas aos objetivos legais estabelecidos para o BCB. A atuação deve ser direcionada ao fortalecimento da estabilidade financeira e da eficiência do SFN, evitando desvios interpretativos que autorizem o BCB a adotar políticas climáticas de forma independente ou desconectadas da agenda de estabilidade financeira, ou seja, entende-se que BCB não detém a autoridade para avançar ou impor medidas de sustentabilidade ou de finanças verdes apenas por acreditar que são a melhor escolha em termos do futuro do planeta ou por estarem observando a agenda do governo de turno, mas porque constitui ferramenta para redução

base em critérios por ela estabelecidos; II – identificação, avaliação, classificação e mensuração do risco social, do risco ambiental e do risco climático com base em critérios e informações consistentes e passíveis de verificação, incluindo informações de acesso público; III – registro de dados relevantes para o gerenciamento, incluindo, quando disponíveis, dados referentes às perdas incorridas pela instituição, discriminadas, conforme o caso, em risco social, risco ambiental ou risco climático e com respectivo detalhamento de valores, natureza do evento, região geográfica, definida com base em critérios claros e passíveis de verificação, e setor econômico associado à exposição; IV – identificação tempestiva de mudanças políticas, legais, regulamentares, tecnológicas ou de mercado, incluindo alterações significativas nas preferências de consumo, que possam impactar de maneira relevante o risco social, o risco ambiental ou o risco climático incorrido pela instituição, bem como procedimentos para a mitigação desses impactos; V – monitoramento de concentrações de exposições a setores econômicos ou a regiões geográficas, definidas com base em critérios consistentes e passíveis de verificação, mais suscetíveis de sofrer ou de causar danos sociais, ambientais ou climáticos, e, quando apropriado, estabelecimento de limites para essas exposições; VI – identificação tempestiva de percepção negativa de clientes, do mercado financeiro e da sociedade em geral sobre a reputação da instituição, quando essa percepção possa impactar de maneira relevante o risco social, o risco ambiental e o risco climático por ela incorrido; e VII – realização de análise de cenários, no âmbito do programa de testes de estresse de que trata o art. 7º, inciso VII, que considerem hipóteses de mudanças em padrões climáticos e de transição para uma economia de baixo carbono” (CMN, 2017).

da volatilidade de preços, controle da inflação e da estabilidade financeira.

6 CONCLUSÃO

Com base na análise realizada, foi possível levantar elementos indicativos de que, embora o BCB não tenha um mandato explícito voltado para a sustentabilidade ou a transição para uma economia de baixo carbono, sua atuação em relação aos riscos climáticos e às finanças sustentáveis justifica-se, tanto sob a ótica econômica quanto a jurídica. O estudo de Dikau e Volz (2021) e a observação de outros bancos centrais indicam que muitas dessas instituições têm adotado políticas para integrar os riscos climáticos ao sistema financeiro, de modo a preservar a estabilidade financeira e a eficiência do mercado. Embora, em grande parte dos casos, a sustentabilidade seja considerada um objetivo secundário em relação à estabilidade de preços, a incorporação de tais riscos está sendo realizada de maneira a fortalecer a função primária dos bancos centrais, qual seja, a estabilidade econômica.

Do ponto de vista econômico, os riscos climáticos são reconhecidos como uma ameaça à estabilidade dos preços, podendo afetar diretamente a política monetária, a inflação e os ciclos econômicos, em virtude dos impactos causados pelos riscos de transição, físicos e de responsabilidade na atividade econômica, levando à redução da capacidade produtiva das empresas e ao aumento do custo para indivíduos, o que, por sua vez, tende a prejudicar a capacidade econômica e de consumo, podendo gerar aumento de preços e problemas de inadimplência. Dessa forma, a consideração de fatores climáticos e ambientais nas decisões monetárias está alinhada com os objetivos do BCB de garantir a estabilidade de preços e prevenir choques inflacionários ou deflacionários. Além disso, a crescente instabilidade financeira, impulsionada por eventos climáticos extremos, exige que o BCB – assim como outros bancos

centrais – adote medidas prudenciais para mitigar esses impactos, incluindo a incorporação de riscos climáticos nos testes de estresse e nas análises do sistema financeiro.

No campo jurídico, a LC n. 179/2021 não inclui explicitamente a sustentabilidade ou a transição para finanças sustentáveis como objetivos do BCB, mas os princípios da CR/1988 que regem a ordem econômica nacional e a proteção ambiental fornecem fundamentos para uma atuação integrada no enfrentamento dos riscos climáticos. O art. 170 da CR/1988, que destaca a defesa do meio ambiente e a justiça social como pilares da ordem econômica, oferece uma base normativa para que o BCB promova práticas que considerem a sustentabilidade como parte de seu compromisso com o desenvolvimento equilibrado do País e a estabilidade do sistema financeiro.

A atuação do BCB na mitigação dos riscos climáticos e no apoio às finanças sustentáveis pode ser vista como uma extensão de suas responsabilidades já previstas pela legislação, em especial os objetivos de assegurar a estabilidade de preços e a solidez do SFN. Mesmo sem uma inclusão explícita em seu mandato, as ações que visam integrar os riscos climáticos ao sistema financeiro são compatíveis com os objetivos da LC n. 179/2021 e com os princípios constitucionais que regem o SFN. Dessa forma, a atuação do BCB em relação à sustentabilidade tende a não apenas contribuir para a estabilidade financeira e econômica, mas também se alinha ao compromisso do Brasil com o desenvolvimento sustentável e a proteção do meio ambiente. A continuidade e a ampliação dessas ações podem contribuir significativamente para a construção de um sistema financeiro mais resiliente e preparado para os desafios impostos pelas mudanças climáticas e pela transição para uma economia de baixo carbono.

Incorporando tal raciocínio, o BCB e o CMN já editaram normas criando deveres de gerenciamento de riscos climáticos, incluindo a realização de testes de estresse, divulgação de informações relacionadas a riscos climáticos, obrigatoriedade de elaboração de políticas relacionadas a riscos climáticos e consideração dos riscos climáticos para fins de PRs5.

Do ponto de vista jurídico, contudo, há ainda questões que merecem ser aprofundadas. A falta de uma explicitação clara no mandato do BCB sobre o papel da instituição na promoção de práticas sustentáveis levanta a necessidade de uma análise mais detalhada sobre os limites e as implicações de sua atuação nesse campo. Existe uma lacuna normativa a ser explorada, no sentido de definir até que ponto o BCB pode adotar medidas relacionadas à sustentabilidade sem ultrapassar os limites de sua autonomia e sem interferir em políticas que são tradicionalmente atribuídas ao governo federal (Tamez; Weenink; Yoshinaga, 2024). Além disso, a interpretação e aplicação dos princípios constitucionais relacionados ao meio ambiente e ao desenvolvimento sustentável no contexto das funções do BCB precisam ser mais bem delineadas. Questões como a compatibilidade entre a política monetária e a política ambiental, bem como o papel do BCB na supervisão de riscos climáticos e na regulação das finanças sustentáveis, demandam uma reflexão jurídica mais aprofundada.

REFERÊNCIAS

ALVARES, Jefferson. Objetivos múltiplos do Banco Central: como se articulam e se medem. *Consultor Jurídico*, 23 mar. 2024. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2024-mar-23/objetivos-multiplos-do-banco-central-como-se-articulam-e-se-medem/>. Acesso em: 16 out. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Agenda BC#*: sustentabilidade. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sustentabilidade>. Acesso em: 16 out. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Relatório de riscos climáticos*. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicas/bcb/relatorios/riscos-climaticos-2024.pdf>. Acesso em: 2 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 139, de 15 de setembro de 2021. Dispõe sobre a divulgação do Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas (Relatório GRSAC). *Diário Oficial da União*, 16 set. 2021a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=139>. Acesso em: 2 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 151, de 6 de outubro de 2021. Dispõe sobre a remessa de informações relativas a riscos sociais, ambientais e climáticos de que tratam a Resolução n. 4.557, de 23 de fevereiro de 2017, e a Resolução CMN n. 4.945, de 15 de setembro de 2021, bem como as Resoluções BCB n. 265, de 25 de novembro de 2022, e 331, de 27 de junho de 2023. (Redação dada, a partir de 1º/12/2023, pela Resolução BCB n. 353, de 23/11/2023.). *Diário Oficial da União*, 8 out. 2021b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=151>. Acesso em: 2 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 265, de 25 de novembro de 2022. Dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos, a estrutura de gerenciamento de capital e a política de divulgação de informações de instituição classificada como Tipo 3 enquadrada no Segmento 2 – S2, Segmento 3 – S3 ou Segmento 4 – S4. (Redação dada, a partir de 1º/1/2025, pela Resolução BCB n. 447, de 19/12/2024.) *Diário Oficial da União*, 28 nov. 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibnormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=265>. Acesso em: 2 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 331, de 27 de junho de 2023. Dispõe sobre a Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática – PRSAC a ser estabelecida por instituição classificada como Tipo 3 e sobre as ações com vistas à sua efetividade. (Redação dada, a partir de 1º/1/2025, pela Resolução BCB n. 447, de 19/12/2024.). *Diário Oficial da União*, 29 jun. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibnormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=331>. Acesso em: 2 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução n. 4.606, de 19 de outubro de 2017. Dispõe sobre a metodologia facultativa simplificada para apuração do requerimento mínimo de Patrimônio de Referência Simplificado (PRS5), os requisitos para opção por essa metodologia e os requisitos adicionais para a estrutura simplificada de gerenciamento contínuo de riscos. *Diário Oficial da União*, 23 out. 2017. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50454/Res_4606_v5_P.pdf. Acesso em: 31 dez. 2024.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *Basel Committee on Banking Supervision International: convergence of capital measurement and capital standard*. 2004. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>. Acesso em: 24 jul. 2025.

BANSAL, R.; KIKU, D.; OCHOA, M. *Price of long-run temperature shifts in capital markets*. NBER Working Paper, n. 22.529. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2016. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w22529/w22529.pdf. Acesso em: 29 dez. 2024.

BARTELEGA, Camila Franco. *A atuação do BNDES na economia verde de 2010 a 2021*. Campinas: Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Dissertação de Mestrado em Economia, 2023. Disponível em: https://enep.sep.org.br/uploads/2990_1709676906_CRISE_CLIM%20%81TICA_RISCOS_FINANCEIROS_E ESTRAT%20%89GIAS_DE_MITIGA%20%87%20%83O_ENEP_ID_pdf_ide.pdf. Acesso em: 24 de jun. 2025.

BENITES, Vagner. *Impactos socioeconômicos dos eventos climáticos extremos de 2024 no Rio Grande do Sul: uma análise após um ano do desastre*. Porto Alegre: Governo do Estado do Rio Grande do Sul, 2025. Disponível em: <https://www.estado.rs.gov.br/estudo-destaca-impactos-socioeconomicos-dos-eventos-extremos-de-2024>. Acesso em: 17 maio 2025.

BOLTON, Patrick; KACPERCZYK, Marcin. Global pricing of carbon-transition risk. *The Journal of Finance*, v. 78, n. 6, p. 3.677-3.754, 2023. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w28510>. Acesso em: 11 nov. 2024.

BRASIL. [Constituição (1988)]. Constituição da República Federativa do Brasil. Texto constitucional de 5 de outubro de 1988 com as alterações adotadas por emendas constitucionais de revisão. *Diário Oficial da União*, Brasília, 5 out. 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 11 nov. 2024.

BRASIL. Lei Complementar n. 179, de 24 de fevereiro de 2021. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores;

e altera artigo da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 fev. 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 11 nov. 2024.

BRASIL. Lei n. 14.478, de 21 de dezembro de 2022. Dispõe sobre diretrizes a serem observadas na prestação de serviços de ativos virtuais e na regulamentação das prestadoras de serviços de ativos virtuais; altera o Decreto-Lei n. 2.848, de 7 de dezembro de 1940 (Código Penal), para prever o crime de fraude com a utilização de ativos virtuais, valores mobiliários ou ativos financeiros; e altera a Lei n. 7.492, de 16 de junho de 1986, que define crimes contra o sistema financeiro nacional, e a Lei n. 9.613, de 3 de março de 1998, que dispõe sobre lavagem de dinheiro, para incluir as prestadoras de serviços de ativos virtuais no rol de suas disposições. *Diário Oficial da União*, Brasília, 22 dez. 2022a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/l14478.htm. Acesso em: 12 nov. 2024.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 dez. 1964, retificado em 3 fev. 1965. Disponível em: Acesso em: 12 nov. 2024.

BRASIL. Ministério da Agricultura Pecuária e Abastecimento. *Agropecuária brasileira em números*. 2022b. Disponível em: <https://www.gov.br/agricultura/pt-br/assuntos/politica-agricola/todas-publicacoes-de-politica-agricola/agropecuaria-brasileira-em-numeros/abn-04-2022.pdf>. Acesso em: 12 nov. 2024.

BRASIL. Senado Federal. *Justificativa do Projeto de Lei Complementar n. 19, de 2019*. Dispõe sobre nomeação e demissão do Presidente e diretores do Banco Central do Brasil. Brasília: Senado Federal, 2019. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/135147>. Acesso em: 30 out. 2023.

BURKE, M.; HSIANG, S.; MIGUEL, E. *Global nonlinear effect of temperature on economic production*. Nature, 2015. Disponível em: http://emiguel.econ.berkeley.edu/assets/miguel_media/484/Nature_Global_non-linear_effect_of_temperature_on_economic_production.pdf. Acesso em: 29 dez. 2024.

CAMPIGLIO, E.; DAFERMOS, Yannis; MONNIN, P.; RYAN-COLLINS, J.; SCHOTTEN, G.; TANAKA, M. Climate change challenges for central banks and financial regulators. *Nature Climate Change*, v. 8, n. 6, p. 462-468, 2018. Disponível em: https://eprints.lse.ac.uk/88364/1/Campiglio_Climate%20change_2018.pdf. Acesso em: 29 nov. 2024.

CARNEY, M. *Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability*. Speech given at Lloyd's of London, 29 set. 2015. Disponível em: www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2015/844.aspx. Acesso em: 29 dez. 2024.

CEVIK, Serhan; JALLES, João Tovar. *The role of central banks in addressing climate change*. 2023. Disponível em: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2023/English/wpia2023087-print-pdf.ashx>. Acesso em: 29 dez. 2024.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 4.327, de 25 de abril de 2014. Dispõe sobre as diretrizes que devem ser observadas no estabelecimento e na implementação da Política de Responsabilidade Socioambiental pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (revogada pela Resolução n. 4.945, de 15 de setembro de 2021). *Diário Oficial da União*, Brasília, 28 abr. 2014. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidade financeira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=4327>. Acesso em: 16 out. 2024.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 4.557, de 23 de fevereiro de 2017. Dispõe sobre a estrutura de

gerenciamento de riscos e a estrutura de gerenciamento de capital (*Redação da ementa dada pela Resolução BCB n. 4745 de 29/08/2019*). *Diário Oficial da União*, Brasília, 1º mar. 2017. fev. 2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=4557>. Acesso em: 2 nov. 2024.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 4.943, de 15 set. 2021. Altera a Resolução n. 4.557, de 23 de fevereiro de 2017, que dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos, a estrutura de gerenciamento de capital e a política de divulgação de informações. *Diário Oficial da União*, Brasília, 16 set. 2021a. Disponível em: <https://cdn-www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=RESOLU%C3%87%C3%83O%20CMN&numero=4943>. Acesso em: 2 nov. 2024.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 4.944, de 15 de setembro de 2021. Altera a Resolução n. 4.606, de 19 de outubro de 2017, que dispõe sobre a metodologia facultativa simplificada para apuração do requerimento mínimo de Patrimônio de Referência Simplificado (PRS5), os requisitos para opção por essa metodologia e os requisitos adicionais para a estrutura simplificada de gerenciamento contínuo de riscos. *Diário Oficial da União*, Brasília, 16 set. 2021b. Disponível em: <https://cdn-www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=RESOLU%C3%87%C3%83O%20CMN&numero=4944>. Acesso em: 2 nov. 2024.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 4.945, de 15 de setembro de 2021. Dispõe sobre a Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC) e sobre as ações com vistas à sua efetividade. *Diário Oficial da União*, Brasília, 16 set. 2021c. Disponível em: <https://cdn-www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=RESOLU%C3%87%C3%83O%20CMN&numero=4945>. Acesso em: 4 nov. 2024.

CULLEN, Jay; FAULL, Jonathan. Central banks and climate change: mission impossible? *Journal of Financial Regulation*, v. 9, n. 2, p. 174-209, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/jfr/fjad005>. Acesso em: 29 dez. 2024.

DAFE, Florence; VOLZ, Ulrich. *Financing global development: role of central banks*. Briefing Paper/2015. Bonn: German Development Institute. Disponível em: <https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=1788858>. Acesso em: 11 nov. 2024.

DELL, M., B. JONES Benjamin F.; OLKEN; Benjamin A. Temperature shocks and economic growth: evidence from the last half century. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 4, n. 3, p. 66-95, 2012. Disponível em: https://scholar.harvard.edu/files/dell/files/aej_temperature.pdf. Acesso em: 31 dez. 2024.

DELOITTE. *Climate change and credit risk management*. 2022. Disponível em: <https://www.deloitte.com/us/en/insights/industry/financial-services/climate-change-credit-risk-management.html>. Acesso em: 29 dez. 2024.

DIKAU, Simon; VOLZ, Ulrich. Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance. *Ecological Economics*, v. 184, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2021.107022>. Acesso em: 11 nov. 2024.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). *Assessment of climate-related vulnerabilities: analytical framework and toolkit*. Basel: Financial Stability Board, 2025. Disponível em: <https://www.fsb.org/2025/01/fsb-develops-analytical-framework-and-toolkit-to-assess-climate-related-vulnerabilities/>. Acesso em: 17 maio 2025.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). *Press release: FSB to establish task force on climate-related financial disclosures*. 2015. Disponível em: <https://assets.bbhub.io/company/>

sites/60/2015/12/12-4-2015-Climate-change-task-force-press-release.pdf. Acesso em: 24 jun. 2025.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). *Task force on climate-related financial disclosures* (TCFD). Disponível em: <https://www.fsb-tcfd.org/about/>. Acesso em: 11 nov. 2024.

FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL (FSOC). *Annual report*. 2021. Disponível em: <https://home.treasury.gov/system/files/261/FSOC2021AnnualReport.pdf>. Acesso em: 11 nov. 2024.

FREIRE, Lucas Alves. *Limites à atuação do Banco Central como agente operador no mercado de pagamentos de varejo: o caso “Pix”*. 2023. 126 f. Orientadora: Prof^a Dr^a Rubia Carneiro Neves. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2023. Disponível em: [https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/54678/1/Disserta%
c3%a7%c3%a3o%20completa%20formato%20para%20dep%
c3%b3sito.pdf](https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/54678/1/Disserta%c3%a7%c3%a3o%20completa%20formato%20para%20dep%c3%b3sito.pdf). Acesso em: 24 nov. 2024.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988: interpretação e crítica*. São Paulo: Malheiros, 2015. Acesso em: 31 dez. 2024.

HADDAD, Eduardo Amaral; DOMINGUES, Edson Paulo; PEROBELLI, Fernando Sagueiro; ALMEIDA, Eduardo Simões de; AZZONI, Carlos Roberto; GUILHOTO, Joaquim José Martins; KANCZUK, Fabio. *Impactos econômicos das mudanças climáticas no Brasil*. 2010. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/254397504_IMPACTOS_](https://www.researchgate.net/publication/254397504_IMPACTOS_ECONOMICOS_DAS_MUDANCAS_CLIMATICAS_NO_BRASIL)
[ECONOMICOS_DAS_MUDANCAS_CLIMATICAS_NO_BRASIL](https://www.researchgate.net/publication/254397504_IMPACTOS_ECONOMICOS_DAS_MUDANCAS_CLIMATICAS_NO_BRASIL). Acesso em: 17 maio 2025.

HOLANDA, L. B. Crise climática: riscos financeiros e estratégias de mitigação. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 29. Marabá, PA. 2024, *Anais...* Marabá: UNIFESSPA, 2024. Disponível em: <https://enep.sep.org>.

br/uploads/2990_1709676906_CRISE_CLIM%C3%81TICA_RISCOS_FINANCEIROS_E_ESTRAT%C3%89GIAS_DE_MITIGA%C3%87%C3%83O_ENEP_ID_pdf_ide.pdf. Acesso em: 15 maio 2025.

JACKSON, James; BAILEY, Dan. Is the bank of England now a leader of the UK's Net Zero transition? Don't bank on it. 2023. Disponível em: <https://blogs.lse.ac.uk/politicsandpolicy/is-the-bank-of-england-now-a-leader-of-the-uks-net-zero-transition-dont-bank-on-it/>. Acesso em: 17 maio 2025.

KABUNDI, A.; MLACHILA, M.; YAO, J. *How persistent are climate-related price shocks?: implications for monetary policy*. IMF Working Paper, n. 22/207, Washington, DC: International Monetary Fund, 2022. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/10/28/How-Persistent-are-Climate-Related-Price-Shocks-Implications-for-Monetary-Policy-525048>. Acesso em: 29 dez. 2024.

KAHN, M.; MOHADDES, K.; N. G, R.; PESARAN, M.; RAISSI, M.; YANG, J-C. *Long-term macroeconomic effects of climate change: a cross-country analysis*. *Energy Economics*, Elsevier, v. 104(C), 2019. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/10/11/Long-Term-Macroeconomic-Effects-of-Climate-Change-A-Cross-Country-Analysis-48691>. Acesso em: 29 dez. 2024.

MINSKY, Hyman P. *The financial instability hypothesis*. Working paper n. 74. Annandale-on-Hudson, New York: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992. Disponível em: <https://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>. Acesso em: 17 maio 2025.

NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM (NGFS). *A call for action: climate change as a source of financial risk: first comprehensive report*. Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System. Paris, 2019. Disponível em: <https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/>

ngfs_first_comprehensive_report_-_17042019_0.pdf. Acesso em: 29 dez. 2024.

NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM (NGFS). *Nature-related financial risks: a conceptual framework to guide action by central banks and supervisors*. 2024a. Disponível em: <https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs-conceptual-framework-nature-risks.pdf>. Acesso em: 20 nov. 2024.

NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM (NGFS). *Origin and purpose*. 2024b. Disponível em: <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose>. Acesso em: 20 nov. 2024.

NORDHAUS, W. Geography and macroeconomics: new data and new findings. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, v. 103, 2006. Disponível em: <https://www.pnas.org/doi/10.1073/pnas.0509842103>. Acesso em: 29 dez. 2024.

PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY (PRA). *Enhancing banks' and insurers' approaches to managing the financial risks from climate change: Supervisory Statement 3/19*. 2019. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2019/enhancing-banks-and-insurers-approaches-to-managing-the-financial-risks-from-climate-change-ss>. Acesso em: 24 jul. 2025.

SILVA, João; PEREIRA, Maria; OLIVEIRA, Carlos. Impacto das mudanças climáticas sobre o nível de renda na América Latina. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, Brasília, v. 62, n. 2, p. 1-20, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1806-9479.2022.268031>. Acesso em: 17 maio 2025.

SILVA, Jonathan Gonçalves da; GURGEL, Angelo Costa. *Impactos das políticas econômicas no crescimento sustentável do Brasil*. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2016. Disponível

em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3335/15/PPE_v42_n01_Impactos.pdf. Acesso em: 29 dez. 2024.

SIMPSON, Iain; WOLF, Joseph. Is the Bank of England now a leader of the UK's net-zero transition? Don't bank on it. *LSE Politics and Policy Blog*, 23 mar. 2023. Disponível em: <https://blogs.lse.ac.uk/politicsandpolicy/is-the-bank-of-england-now-a-leader-of-the-uks-net-zero-transition-dont-bank-on-it/>. Acesso em: 16 nov. 2024.

TAMEZ, Mario; WEENINK, Hans; YOSHINAGA, Akihiro. *Central banks and climate change: key legal issues*. IMF Working Paper n. 24/192. International Monetary Fund, Washington, DC, 2024. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2024/09/10/Central-Banks-and-Climate-Change-Key-Legal-Issues-553517>. Acesso em: 15 nov. 2024.

VOLZ, Ulrich. On the role of central banks in enhancing green finance. Inquiry Working Paper 17/01. The UN Environment Inquiry, 2017. Disponível em: <https://soas-repository.worktribe.com/output/381594/on-the-role-of-central-banks-in-enhancing-green-finance>. Acesso em: 29 dez. 2024.

CAPÍTULO 10

APRENDER VALOR E MEU BOLSO EM DIA: MEDIDAS DE EDUCAÇÃO FINANCEIRA CARACTERIZADAS COMO MECANISMOS DE POLÍTICA PÚBLICA *BOOST* E QUE INTEGRAM O MANDATO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Raphael Mendes Avelar

Mestrando no Programa de Pós-Graduação em Direito, vinculado ao Projeto de Pesquisa Coletivo Sistema Financeiro Nacional: negócios, regulação e repressão criminal e administrativo-sancionadora, graduado em Letras e Direito pela UFMG. Técnico do Banco Central do Brasil.

SUMÁRIO. 1 Introdução. 2 Arcabouço normativo que ampara o fomento à educação financeira pelo Banco Central do Brasil. 3 Programas de fomento à educação financeira articulados pelo BCB. 3.1 Programa *Aprender Valor*. 3.2 Plataforma *Meu Bolso em Dia*. 4 Investimento em políticas de promoção da educação financeira e ciências comportamentais. 4.1 Educação financeira e abordagem *boost*. 5 Conclusão. Referências.

Resumo

Neste capítulo, com base em revisão bibliográfica e análise normativa e documental, verificou-se a hipótese segundo a qual o fomento à educação financeira (EF) conduzido pelo Banco Central do Brasil (BCB) se insere no escopo de suas atribuições estatutárias e que se configura como política pública *boost*. Para realizar tal verificação, analisou-se o arcabouço normativo que ampara o fomento à EF pelo BCB, as características do programa *Aprender Valor* e da plataforma *Meu Bolso em Dia* e os conceitos *nudge* e *boost*, cunhados pela Economia Comportamental. Como resultado, apesar de se ter apurado que a atuação do BCB como desenvolvedor de políticas públicas de estímulo à EF respalda-se primordialmente em comandos

indiretos que compõem a estrutura normativa brasileira, a hipótese foi confirmada. Além de terem sido encontrados, por exemplo, os arts. 2º e 3º, IV e V da Lei n. 4.595/1964, bem como os arts. 6º, 170, V, 192 e 205 da Constituição da República Federativa de 1988 (CRFB/1988) e o art. 1º da Lei 179/2021, que autorizam o BCB a desenvolver ações de investimento em educação financeira, os programas analisados se enquadram como políticas *boost*, pelo fato de tais práticas serem desenvolvidas em programas educativos em longo prazo, destinadas a capacitar a população para acumular poupança, evitar situações de superendividamento e gerir de forma eficiente seus recursos financeiros. As iniciativas de educação financeira promovidas pelo BCB visam capacitar os indivíduos, permitindo o desenvolvimento de habilidades essenciais para uma alocação consciente de recursos. As ações de EF buscam não apenas elevar o bem-estar econômico individual, mas também contribuir para o estabelecimento de um sistema financeiro mais equilibrado e sustentável. Tal caracterização representa relevante marco conceitual para futuros trabalhos direcionados a delinear indicadores de avaliação dos dois programas investigados.

Palavras-chave: Política regulatória. Respaldo normativo. Educação financeira. Banco Central do Brasil. Economia comportamental. *Boost*.

1 INTRODUÇÃO

A Proposta de Emenda à Constituição n. 65 (Brasil, 2023b), apresentada no Senado Federal brasileiro em 27 de novembro de 2023, reacendeu a discussão sobre o mandato do Banco Central do Brasil (BCB). Nesse contexto, este trabalho foi desenvolvido com o objetivo de examinar se o fomento à educação financeira (EF) se insere nas atribuições estatutárias do BCB.

Ressalte-se, desde logo, que educação financeira não foi tomada como instrumento de imposição de uma racionalidade neoliberal à

população, ou seja, não foi admitida como ferramenta de modulação de comportamentos em favor de um interesse transnacional vil. Ao contrário, admitiu-se que programas de investimento em educação financeira constituem ferramenta estatal que podem proporcionar maior autonomia aos cidadãos diante de situações nas quais, muitas vezes, há relevante assimetria de informações em relação à arquitetura de escolhas.

Revisão bibliográfica e análise normativa e documental foram utilizadas para verificar a hipótese segundo a qual o programa *Aprender Valor* (BCB, 2024b) e a plataforma *Meu Bolso em Dia* (Febraban, 2024) configuram-se como mecanismos de política pública *boost* voltada para a educação financeira e que se inserem no escopo das atribuições estatutárias do BCB.

Para tal verificação, analisou-se o arcabouço normativo que ampara o fomento à EF pelo BCB, as características dos dois programas estudados e os conceitos *nudge* e *boost*, cunhados pela Economia Comportamental.

Com base, principalmente, em dispositivos contidos na Lei n. 4.595/1964 – Lei da Reforma Bancária (Brasil, 1964); na Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB/1988) (Brasil, 1988); no Decreto n. 10.393/2020 – que institui a Estratégia Nacional de Educação Financeira (Brasil, 2020); e na Lei Complementar (LC) n. 179/2021 – que define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia (Brasil, 2021) –, foi possível agrupar fundamentos normativos para ratificar a tese de que o fomento à EF configura instrumento de política regulatória que se adere ao objetivo estatutário do BCB.

O exame dos sítios eletrônicos que albergam as ações de educação financeira implementadas ou apoiadas pelo BCB, a saber *Meu Bolso em Dia* (Febraban, 2024) e *Aprender Valor* (BCB, 2024b) foi importante para permitir a coleta de informações necessárias para entender e explicar por que as políticas de fomento à EF estão inseridas no conceito de políticas públicas de impulsionamento ou *boost*.

Por fim, para analisar conceitos e conhecimentos explorados densamente pelas ciências comportamentais, valeu-se eminentemente dos autores Hertwig e Grüme-Yanoff (2016; 2017); Teixeira (2024) e Tversky e Kaneman (1974).

O levantamento desses materiais foi viabilizado em decorrência de buscas com a adoção das palavras-chave “economia comportamental”, *nudge*, *boost*, “educação financeira” no *Google Acadêmico* e no *Portal de Periódico CAPES*. Considerando a escassez de literatura que relacione os eixos de estudo educação financeira e ciências comportamentais, a referência bibliográfica de cada material lido representou significativo suporte para a busca de novas fontes de pesquisas.

2 ARCABOUÇO NORMATIVO QUE AMPARA FOMENTO À EDUCAÇÃO FINANCEIRA PELO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Antes de examinar o arcabouço normativo que sustenta ou vincula a atuação do BCB na implementação de políticas públicas de investimento em educação financeira, cabe dizer que ele adotou a definição estabelecida pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2005, p. 26), qual seja:

Educação financeira é processo mediante o qual consumidores e investidores financeiros melhoram sua compreensão sobre produtos, conceitos e riscos financeiros e, por meio de informação, instrução ou aconselhamento objetivo, desenvolvam as habilidades e a confiança necessárias para se tornarem mais cientes dos riscos e oportunidades financeiras, para fazerem escolhas baseadas em informação, para saberem onde procurar ajuda e para realizarem outras ações efetivas que melhorem o seu bem-estar financeiro (tradução nossa).

O fato de o BCB recorrer à definição de educação financeira cunhada por uma organização internacional que abrange mais de 100 nações, dentre países membros e parceiros (OCDE, 2024), ratifica que a agenda de promoção à EF desenvolvida pelo BCB encontra-se alinhada a ações e experiências empreendidas no cenário internacional.

Ainda em relação à conceituação de EF elaborada pela OCDE e apropriada pelo BCB, é importante ressaltar que a utilização do termo “processo” para determinar a política estatal de intervenção por meio da educação realçou o entendimento de que a educação financeira não representa um fim, mas o caminho por meio do qual se pretende alcançar certos propósitos de interesse social.

Assim, entendida a educação financeira como processo voltado para concatenar esforços, por meio de diferentes estratégias, para capacitar em longo prazo a população, passa-se a expor as normas relativas ao tema, neste tópico organizadas mediante ordem cronológica, partindo-se das mais antigas até as mais recentes.

Diante da organização proposta, de início é importante examinar a lei que estruturou o Sistema Financeiro Nacional (SFN) e representou um marco na modernização e organização do sistema financeiro brasileiro: a Lei n. 4.595/1964 (Brasil, 1964), também nominada “Lei da Reforma Bancária”. Essa legislação destacou-se por criar e conferir atribuições legais ao Conselho Monetário Nacional (CMN) e ao BCB. Além disso, confiou ao BCB a incumbência de atuar como o principal agente executor das políticas emanadas pelo CMN¹, incluindo a de zelar pela eficiência do SFN e propiciar condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional².

1 Lei n. 4.595/1964, art. 9º “Compete ao Banco Central da República do Brasil cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional” (Brasil, 1964).

2 Lei n. 4.595/1964, arts. 2º e 3º: “Artigo 2º: “Fica extinto o Conselho da atual Superintendência da Moeda e do Crédito, e criado em substituição, o Conselho Monetário Nacional, com a finalidade de formular a política da moeda e do crédito como previsto nesta lei, objetivando o progresso econômico e social do País. Art. 3º. A política do Conselho Monetário Nacional objetivará:[...] IV – orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis

Considerando as disposições contidas em tal regramento, admite-se que a educação financeira se revela como ferramenta adequada ao Estado na busca pela estabilidade e eficiência do sistema financeiro brasileiro. Ao viabilizar a capacitação da população no que tange ao letramento matemático-financeiro, os investimentos em EF permitem que os cidadãos disponham de maior competência decisional na alocação de recursos, gerando eficiência na movimentação de ativos e contribuindo para o desenvolvimento harmônico da economia. Ainda que não diretamente, essa legislação confere ao BCB o dever de implementar políticas públicas que visam garantir a estabilidade do sistema financeiro.

Após analisar a Lei n. 4.595/1964 (Brasil, 1964), importante elencar quais dispositivos constitucionais também servem de esteio para fundamentar a atuação do BCB no desenho de políticas públicas de promoção à educação financeira. Embora a CRFB/1988 (Brasil, 1988) não apresente mandamento expresse que delegue ao BCB a competência para desenvolver o fomento à EF, argumenta-se que o dever de realizar investimentos em iniciativas e programas educacionais esteja contido no bojo das atribuições constitucionais que impõem ao Estado, por exemplo, o dever de garantir o acesso à educação, defender os direitos dos consumidores e assegurar que o SFN esteja estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país e servir aos interesses da coletividade.

A atuação do BCB como agente estatal responsável por desenvolver políticas públicas de intervenção no domínio econômico voltadas para a educação encontra respaldo já nos dispositivos que compõem os objetivos fundamentais da República³. Além dos

ao desenvolvimento harmônico da economia nacional; [...] V – propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos; [...]” (Brasil, 1964).

3 CRFB/1988, art. 3º: “Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: I – construir uma sociedade livre, justa e solidária; II – garantir o desenvolvimento nacional; III – erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais; IV – promover o bem de todos, sem preconceitos

objetivos republicanos de garantir o desenvolvimento nacional, erradicar a pobreza e reduzir as desigualdades, também constitui dever constitucional do Estado assegurar o direito social à educação, tal qual dispõem o art. 6^o4 e o art. 205⁵ da Constituição.

Assim como a educação, depreende-se da redação do art. 170 que dá início ao Título VII, Da Ordem Econômica e Financeira, da CRFB/1988⁶, que o BCB, como Estado, deve assegurar a defesa do consumidor.

Ressalte-se, ainda, que o art. 192 da Carta de 1988, ao estabelecer função social ao SFN, configura, tal qual as disposições anteriores, regramento que confere ao BCB a competência de promover o desenvolvimento equilibrado do país, atuando a serviço dos interesses da coletividade em nome do Estado brasileiro.

Destacado que o Estado detém o dever constitucional de assegurar o direito à educação, a defesa do consumidor e garantir uma função social em relação à organização do SFN, e que a educação financeira representa instrumento adequado para que o Estado possa cumprir os destacados encargos, sustenta-se que o BCB se configura como o agente estatal mais bem habilitado para articular políticas públicas de investimento na educação financeira. Tal afirmação fundamenta-se, primeiro, porque a autarquia dispõe de expertise acumulada por seu corpo funcional, como proeminente executor da política regulatória. Além de dispor de quadro de funcionários preparados e representar o

de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação” (Brasil, 1988).

- 4 CRFB/1988, art. 6^o: “São direitos sociais a educação, a saúde, a alimentação, o trabalho, a moradia, o transporte, o lazer, a segurança, a previdência social, a proteção à maternidade e à infância, a assistência aos desamparados, na forma desta Constituição” (Brasil, 1988).
- 5 CRFB/1988, art. 205: “A educação, direito de todos e dever do Estado e da família, será promovida e incentivada com a colaboração da sociedade, visando ao pleno desenvolvimento da pessoa, seu preparo para o exercício da cidadania e sua qualificação para o trabalho” (Brasil, 1988).
- 6 CRFB/1988, art. 170: “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: [...] V - defesa do consumidor” (Brasil, 1988).

principal executor das políticas monetárias e creditícias, o regulador é intermediário na relação estabelecida entre consumidor e prestador de serviços financeiros, constituindo-se como natural interlocutor para intervir no domínio econômico sem vieses comerciais latentes.

Depois de discutido o regramento presente na Carta Constitucional e na Lei n. 4.595/1964 (Brasil, 1964), que atribuem ao Estado e, especificamente, ao BCB, como agente estatal, o dever de implementar políticas públicas com o objetivo de promover a eficiência do sistema financeiro, passa-se a examinar o arcabouço normativo mais direto relativo aos investimentos em políticas públicas de educação financeira.

Somente após a consolidação da democracia e a obtenção de certa estabilidade na economia, houve ambiente propício e possível para que o BCB dedicasse esforços e recursos à execução de políticas interventivas complementares às regulatórias tradicionais. Com a implementação do Plano Real na década de 1990, o poder de compra da população avançou, provocando expansão do crédito e do consumo. Como resultado dessa estabilização e crescimento econômico, houve o fortalecimento do sistema bancário, por conseguinte, maior oferta de serviços financeiros.

As ações voltadas para a educação financeira surgiram, também, como resposta à constatação de que era necessário investir na capacitação da população para resguardá-la diante das grandes transformações econômico-sociais que se avizinhavam – por exemplo, o crescente grau de informalização do mercado de trabalho, restrição no acesso ao sistema previdenciário formal e maior diversificação na disponibilização de produtos e serviços financeiros.

Nesse cenário de representativas mudanças, e a partir da década de 2000, o BCB institucionalizou o *Programa de Educação Financeira* (PEF-BCB) (BCB, 2024d), ação desenvolvida pelo ente regulador com o objetivo de promover a educação financeira. Dentre as ações implementadas no domínio do PEF-BCB, destacavam-se as atividades de aproximação do BCB aos ambientes de formação de estudantes

– por exemplo, o Projeto *Museu Vai à Escola*⁷ e o Projeto BCB e *Universidad*⁸. Também no início da década de 2000, o BCB alterou o formato de seu sítio eletrônico para estruturar ambiente virtual propício a oferecer capacitação a jovens e adolescentes sobre temas relacionados às finanças pessoais (Araújo; Souza, 2012, p. 38).

A crise mundial de 2008 catalisou a disposição e o senso de urgência necessários à formulação de um plano de atuação para o País. No mesmo sentido, organismos internacionais empenharam-se em promover eventos e ações multilaterais com enfoque na educação financeira. Tal movimento serviu para ratificar que era imperativo oferecer ao cidadão a possibilidade de expandir seu repertório de habilidades atinentes ao letramento financeiro com o objetivo de buscar a estabilidade na economia e eficiência na alocação de recursos.

É coerente afirmar que, antes de 2010, não havia no Brasil investimento estruturado em políticas públicas voltadas para a educação financeira. À exceção de ações e programas itinerantes e pontuais, foi apenas a partir da criação da Estratégia Nacional de Educação Financeira (ENEF), de início com o Decreto n. 7.397/2010 (Brasil, 2010), que a EF passou a constituir política de Estado, de caráter continuado, que contava com a interação de instituições privadas e públicas no desenvolvimento dos projetos. Em resumo, a ENEF representou a primeira iniciativa estatal de abrangência nacional dirigida ao fomento da educação financeira no País com o objetivo de proporcionar aos cidadãos conhecimentos e habilidades necessários para tomar decisões financeiras informadas e conscientes. A meta era melhorar o bem-estar financeiro da população, reduzir o endividamento e aumentar a inclusão financeira, de forma a privilegiar o crescimento econômico sustentável da economia.

Mesmo antes da crise econômica de 2008, as discussões ocorridas no Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiros de

7 Nesse projeto, utiliza-se a escola como um espaço de aprendizado e reflexão sobre a cultura, a história e o patrimônio, levando a experiência museológica para além dos muros do museu.

8 Por meio desse projeto pretende-se promover a educação financeira, a pesquisa e a capacitação no sistema financeiro nacional.

Capitais, de Seguros e Capitalização (Coremec), entidade colegiada integrada pelos reguladores do SFN e instituída pelo Decreto n. 5.685/2006 (Brasil, 2006), ensejaram a sedimentação do alicerce para a construção da legislação que culminou com a ENEF.

Em dezembro de 2017, o Ministério da Educação homologou a 3ª versão da Base Nacional Comum Curricular (BNCC) para o ensino infantil e fundamental, documento normativo que definiu o conjunto de aprendizagens essenciais à formação dos estudantes da educação básica. Como novidade à terceira e última versão da BNCC para o ensino infantil e fundamental, estava a inclusão da educação financeira como um dos temas transversais, ou integradores como denominado no documento (Brasil, 2017, p. 20). Apesar de a homologação da BNCC não interferir diretamente sobre o campo de atuação estatutária do BCB, verificou-se que a inclusão da educação financeira como aprendizagem transversal aos demais conteúdos escolares instituiu o dever de o Estado buscar a integração das ações de EF promovidas sob a ótica da ENEF, com as vivências e práticas escolares previstas na base comum curricular. Tal inovação ampliou o interesse da sociedade, a responsabilidade do Estado e o alcance dos programas de investimento em educação financeira executados pelo BCB, e por outros entes que compõem o Fórum Brasileiro de Educação Financeira, criado pelo Decreto n. 10.393/2020 (Brasil, 2020).

Em 2019, o BCB editou o Comunicado n. 34.201/2019 (BCB, 2019a), que estabeleceu princípios para a promoção da EF que devem ser seguidos pelas instituições financeiras e demais instituições por ele autorizadas a funcionar. Na exposição de motivos para a emissão do comunicado, o BCB destacou que “as instituições financeiras podem contribuir para o desenvolvimento de hábitos financeiros saudáveis por seus clientes e usuários, incluindo adequado gerenciamento de recursos, em alinhamento ao conceito de Cidadania financeira [...]” (BCB, 2019b). O BCB ressaltou, ainda, que as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB podem atuar de forma mais incisiva para a promoção de ações de educação financeira, “principalmente considerando sua capacidade de comunicação,

capilaridade e conhecimento dos clientes e usuários de seus produtos e serviços” (BCB, 2019b).

Cabe destacar que, em 2020, o Decreto n. 10.393/2020 (Brasil, 2020) instituiu a nova Estratégia Nacional de Educação Financeira. Em síntese, o novo estatuto reestruturou o órgão colegiado responsável pela articulação das ações de promoção à educação financeira, securitária, previdenciária e fiscal. O novo regramento também instituiu o Fórum Brasileiro de Educação Financeira (FBEF), órgão colegiado de articulação e executor das políticas e princípios relativos à educação financeira, securitária, previdenciária e fiscal, do qual o BCB era representante⁹.

Outro normativo que vinculou a atuação do BCB à obrigação de realizar investimentos em ações e programas de educação financeira foi a Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021). O *caput* do art. 1º da lei determina que “o Banco Central do Brasil tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços”. O parágrafo único de tal dispositivo ainda dispõe que, “sem prejuízo do seu objetivo fundamental, o Banco Central do Brasil também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego” (Brasil, 2021). Logo, repise-se que a educação financeira, em conjunto com estratégias tradicionais de regulação, permite ao BCB perseguir sua missão estatutária (BCB, 2021).

Por fim, a legislação mais recente sobre o tema é a Lei n. 14.690/2023 (Brasil, 2023a), que atribuiu ao BCB a responsabilidade de regulamentar a execução de medidas de educação financeira pelas instituições financeiras ou autorizadas a atuar pelo banco. A tais instituições atribui-se o dever de adoção de medidas voltadas para a educação financeira com foco na prevenção ao inadimplimento e ao superendividamento de pessoas físicas. Em resposta ao encargo estabelecido pela Lei n. 14.690/2023 (Brasil, 2023a), foi editada a Resolução Conjunta CMN, BCB n. 8/2023 (BCB, CMN, 2023a; BCB,

⁹ Decreto n. 10.393/2020, art. 3º: “O FBEF é composto por representantes dos seguintes órgãos e entidades: I – Banco Central do Brasil; [...]” (Brasil, 2020).

2023b), que impôs diretrizes que as reguladas devem adotar para a implementação de medidas de educação financeira de seus clientes. Vale destacar os argumentos apresentados no Voto n. 185/2023 (BCB, 2023c), que justificaram a redação da Resolução Conjunta n. 8/2023 (BCB, CMN, 2023a). O regulador sublinhou que o avanço na inclusão financeira por meio de inovações tecnológicas, acompanhado pela maior exposição a riscos dada a ocorrência crescente de crimes em ambientes virtuais e à inadimplência, foram os principais fatores que motivaram a elaboração desse normativo.

Conforme detalhadamente discutido neste tópico, verificou-se que a difusão de ações de educação financeira pelo BCB está amparada tanto pela Constituição quanto pelo regramento infraconstitucional. Ainda foi demonstrado que implementação de políticas de fomento à educação financeira é dever do Estado e que os resultados obtidos dos investimentos realizados no fomento à educação financeira apresentam perfeito alinhamento em relação ao objetivo estatutário perseguido pelo BCB de assegurar a estabilidade do sistema financeiro. De fato, o cumprimento da missão institucional do BCB se tornará mais palpável à medida que a população tiver acesso a habilidades necessárias para a tomada de decisões conscientes e informadas em relação a alocação de recursos financeiros.

3 PROGRAMAS DE FOMENTO À EDUCAÇÃO FINANCEIRA ARTICULADOS PELO BCB

A necessidade de estreitar o relacionamento com o cidadão, aliada à compreensão dos impactos da crise financeira de 2008 na economia, levou o BCB a realizar significativa alteração em sua estrutura organizacional. O objetivo foi valorizar a agenda de aproximação com a população, incluindo esforços para fomentar a educação financeira (BCB, 2018a).

Em 2012, foi criada a Diretoria de Relacionamento, Cidadania e Supervisão de conduta (DIREC). A nova estrutura organizacional do BC

incluiu sob a subordinação da diretoria recém-fundada os seguintes componentes: Departamento de Comunicação, Departamento de Atendimento Institucional, Departamento de Promoção da Cidadania Financeira e o Departamento de Supervisão e Conduta (BCB, 2018a, p. 8).

Assim, o investimento na agenda de atenção à população repercutiu no organograma da autarquia, pois a cidadania financeira passou a ser valorizada como atividade diretamente vinculada à missão institucional do BCB, já que a temática representa ferramenta disponível ao executor de políticas públicas no exercício da missão estatutária de buscar a estabilidade financeira e desenvolvimento econômico harmônico.

Após reestruturar o quadro de diretores, o BCB também elevou a promoção da cidadania financeira a um de seus objetivos estratégicos e a um dos quatro pilares de sua agenda trabalho, a Agenda BC+ (BCB, 2016). Três anos após o lançamento, a então Agenda BC+ foi renomeada como Agenda BC# (BCB, 2024a), sendo que, com a reformulação, a nova agenda do BCB abarcou novos pilares balizadores da atuação institucional, fortalecendo aqueles já existentes. Em março de 2025, a Agenda BC# contemplou como pilares: inclusão, competitividade, transparência, educação, sustentabilidade e excelência.

As modificações implementadas, então, derivaram da percepção do regulador de que era necessário redesenhar sua estrutura organizacional com o objetivo de trazer o cidadão para o nível estratégico da instituição. De fato, houve a reacomodação da agenda de atuação, separando a supervisão prudencial da comportamental, para assim valorizar a promoção da educação financeira como instrumento de intervenção no domínio público complementarmente às estratégias interventivas tradicionais.

3.1 Programa *Aprender Valor*

Objetivando exemplificar como o BCB tem atuado na execução de políticas de promoção à educação financeira, tratou-se de maneira pontual e elucidativa sobre duas ações promovidas pelo ente regulador.

A primeira iniciativa de representativo alcance (27 secretarias estaduais, 56% dos municípios brasileiros e 24 mil escolas)¹⁰, a qual merece ser destacada neste trabalho, refere-se ao programa *Aprender Valor* (BCB, 2024b) instituído em 2020 como parte da Estratégia Nacional de Educação Financeira (Brasil, 2020).

Trata-se de programa gratuito, de iniciativa do BCB, configurado com o desígnio de apoiar escolas e redes de ensino a implementar a educação financeira de maneira transversal ao currículo escolar no ensino público brasileiro. O programa visa desenvolver competências e habilidades de educação financeira e para o consumo, ajudando estudantes a tomar decisões financeiras mais informadas e responsáveis.

A ação está alinhada à versão mais recente da Base Nacional Comum Curricular (BNCC), a qual define que as redes de ensino devem incorporar ao conjunto de aprendizagens essenciais à formação escolar temas contemporâneos que afetam a vida humana em escalas local, regional e global. Dentre esses temas contemporâneos e transversais em relação às demais disciplinas, a BNCC ressalta a importância da educação financeira e a educação para o consumo na formação dos estudantes.

A temática trabalhada com os educandos favorece o estudo interdisciplinar que envolve as dimensões culturais, sociais, políticas e psicológicas, além da econômica, sobre questões relacionadas ao consumo, trabalho e dinheiro. O programa tem como mote conceitual as primeiras sílabas das palavras planejamento, poupança e crédito (Pla-Pou-Cré).

¹⁰ Informações contidas na página do programa *Aprender Valor* (BCB, 2024b).

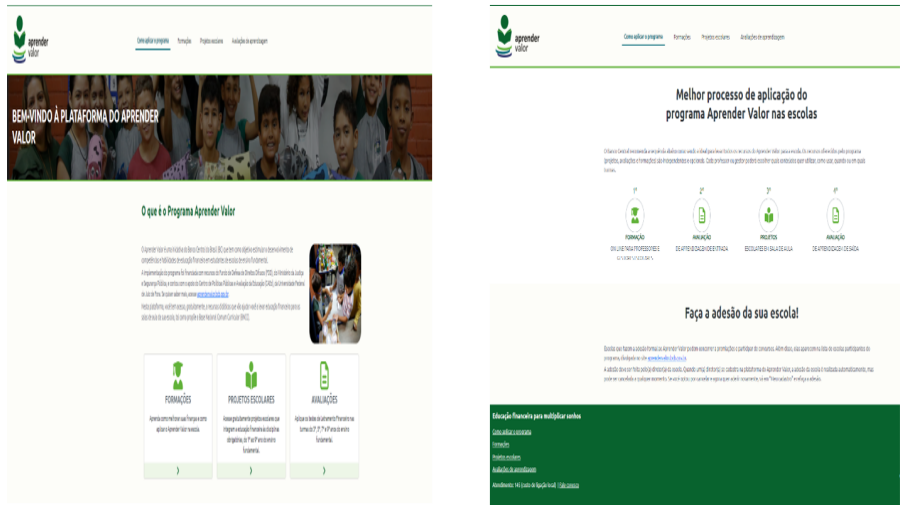
Para seu desenvolvimento, o programa conta com o financiamento do Fundo de Defesa de Direitos Difusos e a parceira do Centro de Políticas Públicas e Avaliação da Educação da Universidade Federal de Juiz de Fora (CAED/UFJF), do Fundo Garantidor de Créditos (FGC), da União Nacional dos Dirigentes Municipais de Educação (UNDIME) e do Conselho Nacional de Secretários de Educação (CONSED).

O programa de formação da comunidade escolar é estruturado em três eixos:

- 1. formação para professores e gestores escolares;
- 2. projetos escolares para serem aplicados em sala de aula; e
- 3. avaliações de aprendizagem de letramento financeiro, de entrada e de saída, para os estudantes.

O programa consiste no oferecimento de planos de estudos, que podem ser explorados em sala de aula, e integram a educação financeira às disciplinas de Língua Portuguesa, Matemática, Geografia e História. Em 2024, o programa foi expandido para oferecer novos planos dirigidos ao público da Educação de Jovens e Adultos (EJA):

Figura 1: Página do Programa *Aprender Valor*



Fonte: BCB, 2024b.

3.2 Plataforma *Meu Bolso em Dia*

Um segundo exemplo de iniciativa de intervenção no domínio econômico por meio da promoção da educação financeira executada com atuação determinante do BCB é a plataforma *Meu Bolso em Dia* (Febraban, 2024).

A plataforma foi lançada em novembro de 2021, fruto do acordo de cooperação técnica (ACT) estabelecido entre o BCB e a Federação Brasileira de Bancos (Febraban), bem como do compromisso das instituições financeiras em levar a educação financeira a um número cada vez maior de cidadãos.

A iniciativa educativa voltada para a promoção da educação financeira e o aprimoramento da gestão das finanças pessoais constituiu no oferecimento de ferramentas, conteúdos e orientações em ambiente virtual (site e aplicativo de dispositivo móvel). As principais funcionalidades e recursos ofertados aos cidadãos foram: cursos, materiais didáticos, planilhas de controle e simuladores.

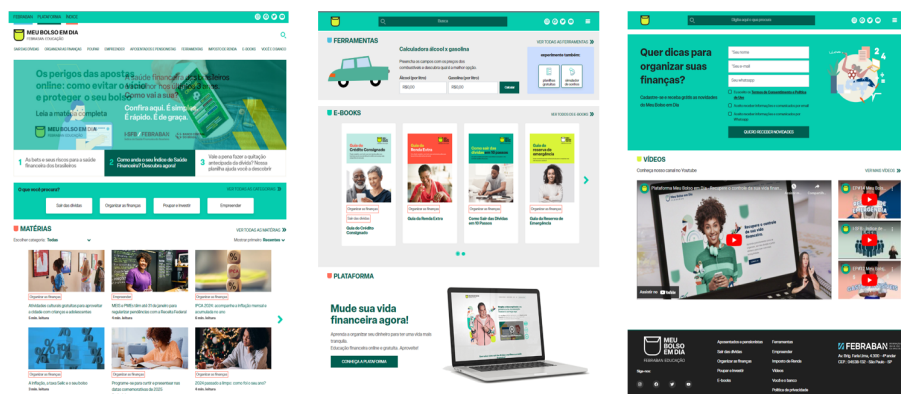
O *Meu Bolso em Dia* não foi desenvolvido com intuito comercial ou de posicionamento de marcas específicas. O fato de os materiais ofertados terem sido produzidos por consultores independentes, com formação em áreas relacionadas à educação e psicologia, por exemplo, demonstra afastamento entre o programa e possíveis interesses econômicos associados ao desenvolvimento do projeto.

Um dos grandes diferenciais da iniciativa é a personalização das ferramentas, adaptadas às necessidades específicas de cada indivíduo. O projeto foi planejado com base na premissa de oferecer soluções de aprendizagem customizadas, considerando fatores como renda, nível de endividamento, idade, escolaridade e objetivos pessoais. Com base nesses critérios, a plataforma sugere trilhas personalizadas, cabendo ao usuário explorar os conteúdos e ferramentas de acordo com seus interesses. Os materiais estão disponíveis em diversos formatos, como vídeos, textos e infográficos, com linguagem e abordagem adequadas ao perfil do público-alvo. Além da flexibilidade, as ferramentas

e os cursos podem ser compartilhados, ampliando o alcance e a escalabilidade do programa.

Para a personalização das soluções de aprendizagem, foi desenvolvido o Índice de Saúde Financeira do Brasileiro (I-SFB), que é calculado por meio das informações cedidas pelos usuários sobre seu perfil ao acessar a plataforma. Ao responder algumas perguntas, o usuário é incluído em uma categoria do projeto, recebendo sugestão de uma trilha de aprendizagem a ser percorrida de acordo com as suas necessidades. Além de permitir personalizar as ferramentas de acordo com o perfil do usuário, o I-SFB ainda representa importante instrumento de diagnóstico da saúde financeira dos usuários:

Figura 2: Página do Programa *Meu Bolso em Dia*



Fonte: Febraban, 2024.

4 INVESTIMENTO EM POLÍTICAS DE PROMOÇÃO DA EDUCAÇÃO FINANCEIRA E CIÊNCIAS COMPORTAMENTAIS

Conforme tratado nos parágrafos precedentes, verificou-se que a partir de 2010 o BCB passou a investir de forma mais consistente na agenda de promoção à educação financeira como ferramenta que se integra a instrumentos regulatórios tradicionais na implementação de políticas públicas.

Nesse contexto, o ente regulador reorganizou sua estrutura administrativa, buscando aproximar-se da população para implementar políticas públicas tendentes a promover programas educacionais com o objetivo de garantir à população conhecimentos e habilidades elementares necessários ao aprimoramento da competência decisória na alocação de recursos financeiros. O BCB constatou que sua missão institucional de garantir a estabilidade do poder de compra da moeda e um sistema financeiro sólido, eficiente e competitivo poderia ser cumprida com a adoção combinada de estratégias distintas: intervenção por meio de instrumentos regulatórios tradicionais, atividade fiscalizatória e promoção de ações não coercitivas de fomento à autonomia individual.

Ao implementar políticas públicas de promoção à educação financeira, o BCB objetiva influir no comportamento dos cidadãos de forma que esses possam performar, de maneira autônoma e eficiente, na alocação dos recursos. Logo, considerando que EF atua para moldar a conduta da população, verifica-se que a atuação do BCB na promoção de iniciativas de promoção à educação financeira se aproxima do objeto de estudo das ciências comportamentais (psicologia e economia comportamental).

Interessante considerar que, na exposição de motivos que fundamentou a edição do Comunicado n. 34.201/2019 (BCB, 2019a), no Voto n. 184/2019 (BCB, 2019b), o regulador ressaltou que “os modelos de negócios de instituições financeiras estão considerando cada vez mais a experiência do usuário no desenho de produtos e serviços financeiros, aliando elementos de economia comportamental, como a arquitetura de escolha e *nudges*¹¹”. No caso, ao apresentar justificativas para o comunicado que dispôs sobre princípios para a promoção da

11 “Essa necessidade de promoção de medidas de Educação Financeira pelos integrantes do sistema financeiro está alinhada ao contexto global. No Reino Unido e nos Estados Unidos, para citar apenas dois exemplos, modelos de negócios de instituições financeiras estão considerando cada vez mais a experiência do usuário no desenho de produtos e serviços financeiros, aliando elementos de economia comportamental, como a arquitetura de escolha e *nudges*, bem como princípios de Educação Financeira, como forma de criar valor para seus clientes e usuários” (BCB, 2019b, p. 1-2).

Educação Financeira por parte das instituições financeiras e demais reguladas, o BCB argumentou que a necessidade de promoção de iniciativas de EF no sistema financeiro está alinhada ao contexto global, considerando que há experiências internacionais que associam elementos de economia comportamental e princípios de educação financeira na estipulação de políticas públicas (BCB, 2019b).

De fato, nas duas últimas décadas, muitos estudiosos demonstraram especial atenção em dar utilidade ao conhecimento extraído das ciências comportamentais para buscar o aprimoramento na implementação de políticas públicas. A ideia consistiu, basicamente, em utilizar *insights* da ciência comportamental para orientar a elaboração de políticas públicas de intervenção no ambiente econômico com o objetivo de melhorar a eficiência dos instrumentos empregados.

O lançamento da obra *Nudge: improving decisions about health, and happiness* (Thaler; Sunstein, 2008) atraiu grande interesse por apresentar o caráter utilitário dos estudos da psicologia e economia comportamental no desenho de políticas públicas. Os autores popularizaram o termo *nudge* – “pequeno empurrão”, numa tradução objetiva. O referido termo poderia ser mais bem explicado como estímulos comportamentais sutis capazes de direcionar as escolhas das pessoas sem a introdução de métodos coercitivos ou mudanças substanciais de incentivos econômicos, a fim de tentar melhorar o bem-estar sem impactar a autonomia do indivíduo (Teixeira, 2024).

Thaler e Sunstein (2008) obtiveram grande êxito em demonstrar como a exposição a certos estímulos comportamentais, mesmo que sutis e facilmente contornáveis, são eficazes para provocar representativo direcionamento das pessoas no sentido pretendido pelo desenvolvedor de dada política pública ou qualquer agente que recorra ao artifício.

Ressalte-se que o debate em relação à viabilidade de implementar intervenção sutil sobre o comportamento privado em prol do bem-estar coletivo e particular mediante alteração de fatores supostamente irrelevantes para o público-alvo origina-se de pesquisas no campo da

psicologia cognitiva, notadamente de programas de pesquisas sobre a racionalidade limitada.

Com base na constatação de que a cognição humana produz falhas de julgamento recorrentes e previsíveis em determinados contextos, mais precisamente com base nos estudos desenvolvidos pelos pesquisadores Tversky e Kahneman (1974) no programa de pesquisas de heurísticas e vieses, *heuristics and biases research program*, Thaler e Sunstein (2008) propuseram discutir alternativas disponíveis ao Estado para explorar essas fragilidades cognitivas e então implementar ações sutis e não coercitivas na orientação de políticas públicas tendentes a promover o bem-estar social (Teixeira, 2024, p. 35).

Tomando, também, a premissa de que a racionalidade humana é limitada, porém adotando diferente perspectiva quanto à abordagem do fenômeno, estudos capitaneados, principalmente, pelo psicólogo alemão Gigerenzer (2022) redundaram no programa de pesquisa de heurística simples, *Simple heuristic research program*. Os cientistas encontraram evidências para demonstrar que o ser humano, no geral, é capaz de tomar decisões satisfatórias mesmo atuando sob situações marcadas por limitações, como capacidade computacional, informativa e temporal. Os proponentes do programa da heurística simples sustentam que as pessoas podem ser capacitadas, mesmo que o conhecimento recebido seja elementar, para que possam atuar com maior desenvoltura na tomada de decisões, principalmente no que tange à análise de riscos, probabilidades e dados estatísticos (Grüne-Yanoff; Hertwig, 2016).

Assumindo o pressuposto de que dispomos de estratégias cognitivas eficazes para a tomada de decisão, mesmo sob limitações, e recorrendo às premissas empíricas e teóricas decorrentes do programa de pesquisa de heurística simples, cientistas desenvolveram o conceito de *boost*. A abordagem *boost* pode ser traduzida para o português como “impulsioneamento”, entretanto a simples tradução não é suficiente para explicar o termo apropriadamente. Então, poder-se-ia definir *boost* como técnica de desenho de políticas públicas composta por

conjunto de instrumentos aptos a expandir ou reforçar competências da população com o objetivo de ampliar o repertório comportamental para atuação eficiente num determinado campo de interesse (Grüne-Yanoff; Hertwig, 2017).

Brevemente delineadas as técnicas de intervenção *nudge* e *boost* oriundas da ciência comportamental, faz-se importante cotejar as duas estratégias interventivas apresentadas. Enquanto a abordagem *boost* consiste basicamente em equipar o indivíduo com competências elementares para atuar em determinadas situações, os *nudges* pretendem alterar a arquitetura de escolha ao qual o indivíduo está exposto, para orientá-lo em determinado sentido, sem que para isso haja coerção ou representativa influência no ambiente decisório.

Em vez de alterar o ambiente de escolha para direcionar as pessoas, a abordagem *boost* objetiva, portanto, aprimorar as habilidades dos envolvidos para que possam fazer as melhores escolhas por si próprios. Nesse quadro, a perspectiva *boost* respeita a autonomia, acreditando que as pessoas podem desenvolver competências úteis em diversas situações. Por outro lado, a estratégia de intervenção por meio dos *nudges* é criticada pela ausência de transparência na elaboração da política e por ser manipuladora, uma vez que as políticas são implementadas sem que boa parte dos afetados saibam que seu comportamento está sendo direcionado. Considerando que o *boost* atua sobre o alargamento ou construção de novas competências, o impacto da política pode ser observado em múltiplos contextos e em longo prazo. Ao contrário, o *nudge* tem seu reflexo limitado no tempo e espaço, considerando que a política de alteração de arquitetura é focal, caso a alteração deixe de existir, normalmente, o status pré-intervenção retornará. Além disso, reflexos da política de intervenção por meio de *nudges* não podem ser transcendidos para contextos diferentes da aplicação imediata.

No que tange aos aportes necessários à implantação, o *nudge* pode representar menores custos aos cofres estatais, considerando que se configura como intervenção simples e pontual. Um bom exemplo foi detalhado por Thaler e Sunstein (2008): os administradores do

Aeroporto Schiphol, em Amsterdã, objetivando reduzir as despesas com a limpeza dos banheiros, aplicaram um pequeno adesivo que simulava uma mosca dentro do mictório. Como resultado, observou-se drástica redução do volume de urina no chão dos banheiros. Nesse caso, uma possível abordagem tradicional, seguramente, seria mais dispendiosa e menos efetiva do que a estratégia então adotada.

Outro ponto que merece destaque na comparação das abordagens interventivas consiste no fato de que as políticas de *boost*, ao contrário, dos *nudges*, necessitam do engajamento das pessoas. Com frequência, principalmente em contextos nos quais não há benefício particular imediato, os indivíduos não estão dispostos a modificar seu comportamento em benefício de um ganho de bem-estar coletivo. Tal constatação sugere que as ferramentas de intervenção possuem aplicabilidades diferentes, podendo ser combinadas para maior êxito na implementação das políticas ou consecução de certo objetivo.

Cumpre salientar que as técnicas de intervenção baseadas tanto no empurrão (*nudge*) quanto no impulsionamento (*boost*) possuem aplicações distintas. Com base nessa afirmação, argumenta-se que não se pretendeu fazer juízo de valor entre as técnicas apresentadas, cabendo ao regulador definir qual estratégia é mais eficaz para cada situação enfrentada.

Objetivando demonstrar como as técnicas de intervenção *nudge* e *boost* se distinguem, considerou-se importante ilustrar este tópico com um quadro elucidativo:

Quadro 1: Nudging; Boosting: características

Dimensão	Nudging	Boosting
Objeto da intervenção	Comportamento.	Competência
Conhecimentos extraídos de programas de pesquisas e evidências	Decisor apresenta imperfeições sistemáticas e está sujeito a deficiências cognitivas motivacionais.	Reconhece as limitações cognitivas, mas identifica competências que podem ser aprimoradas.

Uso	Explora limitações cognitivas e motivacionais em conjunto com alteração da arquitetura de escolha.	Fomenta o aprimoramento de competências em relação a habilidades, conhecimentos, capacidade decisória ou ambiente externo.
Premissa sobre arquitetura cognitiva	Arquitetura rígida – dificuldade em alterar o processo cognitivo	Arquitetura cognitiva maleável.
Reversibilidade	Removida intervenção, comportamento anterior prevalece.	Efeitos tendem a persistir mesmo após removida a intervenção.
Pretensão do programa	Corrigir falhas pontuais em contextos específicos.	Equipar indivíduos com domínios específicos ou competências generalizantes.
Implicações normativas	Pode violar autonomia e transparência.	Necessariamente transparente e requer cooperação.

Fonte: Grüne-Yanoff; Hertwig, 2017, p. 974, tradução nossa.

4.1 Educação financeira e abordagem Boost

Ao estudar os contornos das estratégias de políticas públicas ancoradas na abordagem *boost* e *nudge*, é possível que surja o questionamento se haveria distinção de propósitos e meios em relação a educação formal escolar e as políticas de *boost*.

Verifica-se que a perspectiva *boost* se aproxima da educação escolar continuada no sentido que tanto a estratégia de intervenção quanto o serviço público de educação formal possuem como objetivo formar cidadãos melhores, considerando a sua autonomia.

Apesar dessa congruência inicial entre educação formal e técnica de intervenção *boost*, verifica-se que esta última se propõe a atuar sob objetivo pontual e estratégico – por exemplo, na capacitação para aprimorar conhecimentos sobre avaliação de riscos, probabilidade e conceitos elementares de matemática com o propósito de expandir competências necessárias para que as pessoas possam tomar decisões conscientes e informadas. Mesmo considerando que capacitação proposta pelas políticas de *boost* seja, em alguma

medida, transcendentais para mais de uma situação, destaque-se que a habilidade será útil em situações mais ou menos determinadas. Ao contrário das políticas *boost*, a educação formal tem como principal escopo a formação da pessoa em toda sua complexidade. A formação escolar não é apenas um fim em si mesma, mas um processo pelo qual os discentes participam para formar sua personalidade.

Outro fator que afasta a abordagem *boost* da educação formal está no fato de que a técnica *boost* tem origem nas pesquisas desenvolvidas no campo da ciência comportamental verificadas em ambiente laboratorial, com enfoque primordial de mitigar limitações cognitivas humanas. Assim, o objetivo da abordagem seria ensinar novas competências, ou reforçar certas habilidades já adquiridas, para modificar o comportamento dos regulados em contexto específico e em decorrência de política de intervenção pontual, marcada primordialmente pela limitação de recursos disponíveis e tempo para o desenvolvimento da ação proposta.

Boa parte dos argumentos elencados acima para dissociar conceitualmente o desenho de políticas públicas *boost* da educação formal também pode ser aplicado para demonstrar como a perspectiva do impulsionamento se alinha às ações e programas de promoção à educação financeira. Logo, conforme discutido, é coerente afirmar que o fomento à educação financeira se assemelha à abordagem de intervenção *boost*, uma vez que ambas as estratégias objetivam atuar sobre o repertório comportamental dos indivíduos. Em última instância, as políticas de promoção à EF representam agenda estatal que busca desenvolver habilidades consideradas necessárias para o bem-estar social, conforme escopo dado pelos formuladores das políticas.

A abordagem do impulsionamento depende, notadamente, do engajamento do participante na iniciativa, logo, as ações de capacitação para formar cidadãos mais autônomos, seguros e hábeis no processo decisório prescinde da participação do público-alvo para êxito da política instituída. Assim, engajamento e autonomia também

configuram conceitos que vinculam a abordagem de intervenção na economia *boost* e as iniciativas de promoção à educação financeira.

Por fim, considerando que as palavras-chave “autonomia”, “engajamento”, “capacitação” e “comportamento” constituem a nuvem de palavras que envolve tanto educação financeira quanto o desenho de políticas públicas sob abordagem do impulsionamento, é seguro afirmar que as ações de promoção da EF revelam perfeita congruência de meios e propósitos com as políticas públicas implementadas com amparo na técnica de intervenção do impulsionamento *boost*.

5 CONCLUSÃO

Neste capítulo, analisou-se a estratégia de intervenção no domínio econômico implementada pelo BCB por meio de instrumento não coercitivo, investimentos em ações de incentivo à educação financeira, tendo sido confirmada a hipótese de que tal iniciativa está inserida no escopo de atribuições estatutárias da autoridade monetária.

Apesar de ter sido apurado que a atuação do BCB como desenvolvedor de políticas públicas de estímulo à EF respalda-se, primordialmente, em comandos indiretos, ele está autorizado a investir em ações de educação financeira porque há respaldo normativo, notadamente dispositivos constitucionais e infraconstitucionais que atribuem ao Estado e ao Banco Central, como agente estatal, a competência para executar políticas públicas orientadas a assegurar o direito social à educação, promover a defesa do consumidor e implementar instrumentos regulatórios necessários para garantir a estabilidade de preços e o funcionamento equilibrado dos negócios no SFN. Os arts. 2º e 3º, IV e V da Lei n. 4.595/1964, os arts. 6º, 170, V, 192 e 205 da CRFB/1988, bem como o art. 1º da Lei 179/2021, por exemplo, constituem fundamento constitucional-legislativo que autoriza o BCB a desenvolver ações de promoção à educação financeira,

Restou demonstrado, assim, que os regramentos constitucional e infraconstitucional referendam a atuação da autarquia na

implementação de medidas e programas de promoção à EF. Na verdade, evidências robustas foram encontradas para afirmar que o arcabouço normativo positivado impõe ao BCB, como agente estatal, o dever de realizar investimentos em políticas públicas que visem garantir que o brasileiro tenha o acesso à educação, à estabilidade e à eficiência do SFN e ao bem-estar.

Com tal análise, é possível admitir que a promoção da educação financeira desenvolvida pelo BCB está em coerência com a estrutura legislativo-normativa do SFN e perfeitamente conectado à consecução da missão institucional do ente regulador.

Associar esse tipo de política dotada de ferramentas não cogentes a instrumentos regulatórios tradicionais pode contribuir para tornar mais efetiva as políticas públicas interventivas do BCB, pois, à medida que os regulados dispuserem de competências apropriadas para tomarem decisões autônomas, críticas e informadas, menor será a necessidade de o Estado atuar para coagir e fiscalizar.

Referendou-se que educação financeira desempenha papel crucial na redução da assimetria de informações, promovendo maior transparência, competitividade e eficiência nos mercados. Os resultados das ações de capacitação, no entanto, nem sempre são imediatos, uma vez que a formação de base comportamental exige tempo e engajamento por parte dos indivíduos para que os efeitos das políticas possam ser observados. Apesar de os impactos da educação financeira não se manifestarem de forma rápida e objetiva, evidências indicam que as intervenções estatais analisadas apresentam uma relação custo-benefício favorável. Isso ocorre porque os custos de implementação dessas políticas são relativamente baixos, enquanto os benefícios são significativos. Dentre esses benefícios, destacam-se a possibilidade de escalabilidade por meio do compartilhamento de informações por facilitadores e a utilização de ferramentas tecnológicas de fácil acesso para a população em diversas localidades.

Por fim, confirmou-se a hipótese de que os programas analisados se configuram como instrumentos de políticas *boost*. Tal configuração se justifica pelo fato de que tais práticas são desenvolvidas em programas

educativos em longo prazo, que se voltam a capacitar a população para acumular poupança, evitar situações de superendividamento e gerir de forma eficiente os recursos financeiros disponíveis. Ou seja, os investimentos em ações de educação financeira promovidas pelo BCB visam propor intervenções comportamentais que empoderam os indivíduos, desenvolvendo habilidades preexistentes e aprimorando a capacidade decisional, principalmente no que toca à alocação de recursos e à gestão de riscos. O objetivo é fortalecer competências fundamentais, como raciocínio matemático, estatístico e probabilístico, por meio de estratégias simples que direcionem a atenção das pessoas para aspectos-chave das escolhas financeiras. Dessa forma, busca-se capacitar a população de modo a permitir a tomada de decisões mais informada e consciente, contribuindo para uma gestão financeira mais eficiente e segura.

Qualificar o programa *Aprender Valor* e a plataforma *Meu Bolso em Dia* dessa forma representa relevante marco conceitual para futuros trabalhos direcionados a delinear indicadores de avaliação de sua eficiência como também para outros tipos de programas voltados para a educação financeira.

Embora o I-SFB e o Índice de Cidadania Financeira (IFC) representem grande avanço para avaliar o impacto na implementação de políticas públicas de fomento à educação financeira conduzidas pelo BCB, é preciso criar elementos de acompanhamento da população atendida pelas ações educativas em um horizonte em longo prazo, a fim de mitigar possíveis interferência de variações econômicas externas que possam distorcer os resultados dos investimentos no fomento à educação financeira, inclusive medindo o impacto da educação financeira para diminuir o endividamento da população.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, Fábio de Almeida Lopes; SOUZA, Marcos Aguirre Pimenta de. *Educação financeira para um Brasil sustentável: evidências da necessidade de atuação do Banco Central do Brasil em educação financeira para o cumprimento de sua missão*. Trabalhos para Discussão n. 280. Banco Central do Brasil: Brasília, 2012. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD280.pdf>. Acesso em 9 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Agenda BC#*. 2024a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bchashtag>. Acesso em: 9 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Agenda BC+*. 2016. Disponível em: <https://bit.ly/4h8cu33>. Acesso em: 9 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Aprender Valor*. 2024b. Disponível em <https://aprendervalor.bcb.gov.br/site/aprendervalor>. Acesso em: 7 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Comunicado n. 34.201, de setembro de 2019*. Divulga princípios para a promoção da Educação Financeira por parte das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Banco Central do Brasil, Brasília, 12 set. 2019a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Comunicado&numero=34201>. Acesso em: 5 jan. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Conselho Monetário Nacional (CMN). Resolução Conjunta n. 8, de 26 de dezembro de 2023. Dispõe sobre medidas de educação financeira a serem adotadas por instituições financeiras, instituições de pagamento e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

Diário Oficial da União, Brasília, 26 dez. 2023a Disponível em: <https://bit.ly/3F7wea1>. Acesso: 4 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Direitos e deveres do consumidor financeiro*. 2024c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/cidadaniafinanceira/direitosdeveres>. Acesso em: 9 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Jornada da cidadania financeira no Brasil*. 2018a. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/documentos_cidadania/Informacoes_gerais/jornada_educacao_financeira.pdf . Acesso em: 7 jan. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *O que é cidadania financeira?* definição, papel dos atores e possíveis ações. 2018b. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/Nor/relincofin/conceito_cidadania_financeira.pdf. Acesso em: 4 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Parceria Nacional para Inclusão Financeira*. 2012. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/nor/relincofin/Plano_de_Acao_PNIF.pdf. Acesso em: 4 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Programa de Educação Financeira*. 2024d. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/pef/port/pefpublicoexterno.asp?frame=1>. Acesso em: 9 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Relatório de Cidadania Financeira*. 2021. Disponível em: <https://bit.ly/4iaJPvE>. Acesso em: 4 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Relatório de Economia Bancária*. 2023b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria>. Acesso em: 4 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Voto n. 184/2019-BCB*, 11 set. 2019b. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Votos/BCB/2019184/Voto_1842019_BCB.pdf. Acesso em: 06 jan. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Voto n. 185/2023-BCB*, 14 dez. 2023c. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Votos/CMN/202368/Voto_do_CMN_68_2023.pdf. Acesso em: 6 jan. 2025.

BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil, 1988. Texto constitucional de 5 de outubro de 1988 com as alterações adotadas por emendas constitucionais de revisão. *Diário Oficial da União*, Brasília, 5 out. 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm. Acesso em: 4 nov. 2024.

BRASIL. Decreto n. 10.393, de 9 de junho de 2020. Institui a nova Estratégia Nacional de Educação Financeira (ENEF) e o Fórum Brasileiro de Educação Financeira (FBEF). *Diário Oficial da União*, Brasília, 10 jun. 2020. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2020/Decreto/D10393.htm#art10. Acesso em: 13 out. 2024.

BRASIL. Decreto n. 5.685, de 25 de janeiro de 2006. Institui o Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec). *Diário Oficial da União*, Brasília, 26 de jan. 2006. Disponível em: <https://bit.ly/43yA0D8>. Acesso em: 9 nov. 2024.

BRASIL. Decreto n. 7.397, de 22 de dezembro de 2010. Institui a Estratégia Nacional de Educação Financeira (ENEF), dispõe sobre a sua gestão e dá outras providências. Revogado pelo Decreto n. 10.393 de 2020. *Diário Oficial da União*, Brasília, 23 dez. 2010. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/decreto/d7397.htm. Acesso em: 26 jun. 2022.

BRASIL. Lei Complementar n. 179, de 24 de fevereiro de 2021. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. *Diário Oficial*

da União, Brasília, 25 fev. 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 5 jan. 2025.

brasil. Lei n. 14.690, de 3 de outubro de 2023. Institui o Programa Emergencial de Renegociação de Dívidas de Pessoas Físicas Inadimplentes – Desenrola Brasil. *Diário Oficial da União*, Brasília, 3 out. 2023a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/114690.htm. Acesso em: 12 out. 2024.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 dez. 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 12 out. 2024.

BRASIL. Ministério da Educação. *Base Nacional Comum Curricular* (BNCC). Brasília: Ministério da Educação, 2017. Disponível em: <https://bit.ly/43s1zhq>. Acesso em: 7 jan. 2024.

BRASIL. Ministério da Educação. Resolução CNE/CP n. 2, de 22 de dezembro de 2017. Instui e orienta a implantação da Base Nacional Comum Curricular, a ser respeitada obrigatoriamente ao longo das etapas e respectivas modalidades no âmbito da Educação Básica. *Diário Oficial da União*, Brasília 22 dez. 2017. Disponível em: https://portal.mec.gov.br/index.php?option=com_docman&view=download&alias=79631-rcp002-17-pdf&category_slug=dezembro-2017-pdf&Itemid=30192. Acesso em: 9 nov. 2024.

BRASIL. Senado Federal. *Proposta de emenda à Constituição n. 65, de 2023*. Autoria: Senador Vanderlan Cardoso e outros. Dispõe sobre o regime jurídico aplicável ao Banco Central. Brasília: Senado Federal, 2023b. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9513915&ts=1717612577105&disposition=inline>. Acesso em 9 nov. 2024.

FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS (FEBRABAN). *Meu Bolso em Dia*. 2024. Disponível em: <https://plataforma.meubolsoemdia.com.br>. Acesso em: 9 nov. 2024.

GIGERENZER, Gerd. Simple heuristics to run a research group. *PsyCh Journal*, 15 mar. 2022. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/pchj.533>. Acesso em: 9 nov. 2024.

GRÜNE-YANOFF, T.; HERTWIG, R. *Nudge versus boost: how coherent are policy and theory? Mind and Machines*, v. 26, p. 149-183, 2016. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1007/s11023-015-9367-9>. Acesso em: 9 nov. 2024.

GRÜNE-YANOFF, T.; HERTWIG, R. *Nudging and boosting: steering or empowering good decisions. Perspectives on Psychological Science*, v. 12, p. 973-896, 2017. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/1745691617702496>. Acesso em: 9 nov. 2024.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). *Improving financial literacy: analysis of issues and policies*. 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/9789264012578-en> Acesso em: 9 nov. 2024.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). *The OECD: better policies for better lives*. 2024. Disponível em: <https://www.oecd.org/en/about.html>. Acesso em: 9 nov. 2024.

TEIXEIRA, Luiz Felipe Drummond. *Nudges e intervenção estatal*. São Paulo: Singular, 2024.

THALER, Richard H.; SUNSTEIN, Cass R. *Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness*. New Haven & London: Yale University Press, 2008.

TVERSKY, A; KAHNEMAN, D. *Judgment under uncertainty: heuristics and biases: biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty*. Science, New Series, v. 185, n. 4.157, p. 1.124-1.131, 27 set. 1974. Disponível em: <https://www.cs.tufts.edu/comp/150AIH/pdf/TverskyKa74.pdf>. Acesso em: 9 nov. 2024.

CAPÍTULO 11

SITES DE APOSTAS (BETS): ATÉ ONDE VAI O CONTROLE DO BANCO CENTRAL DO BRASIL?

Kemmily Jessica Ciribelli Casteluber

Especialista em: Gestão Estratégica pela Saint Paul Escola de Negócios; Vendas, Negociação e Resultado de Alta Performance pela PUC/RS; Direito Internacional pelo CEDIN. Bacharel em Direito pela PUC/MG. Gerente Pessoa Jurídica no Banco Bradesco S.A.

SUMÁRIO: 1 Introdução. 2 Breve apresentação do contexto normativo, fático e jurisprudencial que permitiu a instalação de sites de apostas no Brasil. 3 Breves notícias sobre os principais elementos da atuação estatal brasileira para regular sites de apostas no Brasil. 3.1 Infraestrutura voltada para regular sites de apostas no Brasil. 3.2 Edição de normas para regular sites de apostas no Brasil. 3.3 Atos administrativos e o controle de sites de apostas no Brasil. 4 A limitada competência do Banco Central do Brasil em relação aos sites de apostas: principalmente circunscrita à regulação das instituições financeiras e de pagamentos. 5 Conclusão. Referências.

Resumo

Mediante análise cronológica de normas brasileiras e de material bibliográfico, buscou-se entender qual é o papel do Banco Central do Brasil (BCB) na regulação dos sites de apostas (Bets). Para tanto, foi necessário analisar as normas que regem a competência do BCB, as que previam completa proibição das apostas no Brasil e o monopólio da União sobre as lotéricas. Examinou-se, também, o vácuo regulatório que se seguiu após a abertura legislativa para a exploração da atividade econômica envolvendo jogos e sua posterior regulação. Apesar de envolver movimentação profissional de elevada soma de

recursos financeiros que depende do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) para ser executada, as atividades econômicas envolvendo jogos, desempenhadas no Brasil, são reguladas pela Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). O BCB, no entanto, regula a movimentação de recursos financeiros mantida pelas Bets em contas de depósito ou de pagamentos via controle de instituições financeiras e de pagamentos e das aplicações em títulos da dívida pública, além de atuar em colaboração com o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf) na prevenção de práticas de lavagem de dinheiro. Para novas etapas de pesquisa, cabe estudar minuciosamente a proibição de realização de apostas via pagamentos com cartões de crédito.

Palavras-chave: Apostas. Bets. Regulamentação. Competência. Ministério da Fazenda. Secretaria de Prêmios e Apostas. Banco Central do Brasil. Instituições financeiras. Instituições de Pagamentos.

1 INTRODUÇÃO

No curso de disciplina sobre as funções do Banco Central do Brasil (BCB) lecionada no 2º semestre de 2024, na Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, notícias de danos financeiros e psicológicos a pessoas de baixa renda (Badessa, 2024) ou de crimes e tragédias (Coutinho, 2024) levaram ao delineamento da questão que foi objeto de investigação, cujo resultado é relatado neste capítulo: Quais são os limites de atuação do BCB em relação aos sites de apostas¹?

Considerando que a Lei n. 14.790/2023 (Brasil, 2023b), expressamente, atribui ao Ministério da Fazenda a competência para regular a entrada, a permanência e a saída dos sites de apostas no mercado brasileiro, ao qual conferiu poderes para criar e, conseqüentemente, aplicar regras ao setor, realizando a fiscalização das atividades de apostas e a aplicação de sanções quando necessário

1 Para facilitar a fluidez do discurso, no trabalho utilizou-se site de apostas como sinônimo de “Bets”, palavra de origem inglesa que significa apostar (Entenda [...], 2024).

(Brasil, 2024m), admitiu-se como hipótese que o BCB se limita a regular os sites de apostas de forma indireta, ou seja, controla as instituições financeiras e as de pagamento que fornecem contas bancárias ou de pagamentos para que as prestadoras de serviços de aposta colem recursos financeiros de seus clientes apostadores e a eles os repassem quando devidos prêmios ou em caso de desistência.

Admitiu-se como hipótese para referida questão que o BCB se limita a regular os sites de apostas de forma indireta, ou seja, controla as instituições financeiras e as de pagamento que fornecem contas bancárias ou de pagamentos para que as prestadoras de serviços de aposta colem recursos financeiros de seus clientes apostadores.

Para verificar tal hipótese, realizou-se análise normativa e revisão bibliográfica de materiais levantados no Google, nos sites do BCB, do Ministério da Fazenda e do *Diário Oficial da União*, com a adoção das palavras-chave: apostas, Bets, regulamentação, competência, Ministério da Fazenda, Secretaria de Prêmios e Apostas, Banco Central do Brasil.

O trabalho foi dividido em três partes, além desta introdução, da conclusão e do tópico relativo às referências utilizadas em sua produção. No tópico 2, foi apresentado estudo das normas sobre as quais abrangeram aquelas editadas de forma antecedente à Constituição Federal brasileira de 1988 (Brasil, 1988), as normas constitucionais vigentes e cabíveis e as infraconstitucionais posteriormente editadas que tutelaram apostas e sorteios. O material bibliográfico envolveu periódicos, capítulos de livros, trabalhos acadêmicos e publicações jornalísticas, assim como divulgações e documentos editados por instâncias legitimadas do Estado brasileiro. No tópico 3, breves notícias sobre a regulação brasileira dos sites de apostas, e, no tópico 4, verificou-se a hipótese delineada em torno da competência do BCB em relação ao segmento estudado.

2 BREVE APRESENTAÇÃO DO CONTEXTO NORMATIVO, FÁTICO E JURISPRUDENCIAL QUE PERMITIU A INSTALAÇÃO DE SITES DE APOSTAS NO BRASIL

Para permitir a instalação de sites de apostas no Brasil, o ordenamento jurídico brasileiro passou por mudanças significativas, que se desenrolam, em parte, na evolução cronológica normativa de parcela dos parágrafos a seguir. Neste capítulo, tomou-se por base as legislações que teriam sido recepcionadas pela Constituição Federal do Brasil, promulgada em 1988 (Brasil, 1988).

O Decreto-Lei n. 3.688/1941 (Brasil, 1941) – também conhecido como Lei das Contravenções Penais – proibia expressamente a exploração de qualquer atividade envolvendo apostas². em fevereiro de 1967, no entanto, o Decreto-Lei n. 204/1967 (Brasil, 1967), dispôs sobre a exploração de loterias, constituindo esse serviço monopólio da União. Esse tratamento foi atualizado pela Lei n. 5.768/1971 (Brasil, 1971), que regulamentou a distribuição gratuita de prêmios, como sorteios, vales-brinde ou concursos, para fins de propaganda, estabelecendo normas de proteção à poupança popular e outras providências.

Em 11 de junho 2018, no encerramento do governo presidencial de Michel Temer, foi editada a Medida Provisória n. 841/2018 (Brasil, 2028b) que, além de dispor sobre o Fundo Nacional de Segurança Pública (FNSP), trouxe capítulo especificamente voltado para reger a destinação dos recursos financeiros arrecadados nas loterias. No mês seguinte, tal Medida Provisória foi alterada pela Medida Provisória n. 846/2018 (Brasil, 2018c), que, dentre outras modificações, aumentou o percentual destinado às atividades desportivas e especificou instâncias beneficiárias como o Ministério do Esporte, o Comitê Brasileiro

2 Os arts. 50 e 51 da Lei das Contravenções Penais – Decreto-Lei n. 3.688/1941 (Brasil, 1941) –, no Capítulo VII: Das contravenções relativas à polícia de costumes, expressa claramente a proibição da exploração de jogos de azar, prevendo prisão simples e multa, assim como qualquer tipo de atividade lotérica ou afim que não fosse expressamente autorizada em lei.

de Clubes e as Confederações Brasileiras do Desporto, Escolar e Universitário.

Cerca de quatro meses depois, após o Congresso Nacional realizar 42 emendas, num turno único, a Medida Provisória n. 846/2018 foi convertida na Lei n. 13.756/2018 (Brasil, 2018a), passando a ser o principal marco legal da exploração das atividades de apostas no País.

Além de continuar a dispor sobre o Fundo Nacional de Segurança Pública (FNSP) e a destinação do produto da arrecadação das loterias, a Lei n. 13.756/2018 (Brasil, 2018a) passou a reger a respeito da promoção comercial e da modalidade lotérica denominada aposta de quota fixa, trazendo permissão expressa para exploração da atividade de apostas esportivas e determinando que o tema fosse regulamentado pelo Ministério da Fazenda no prazo de dois anos, prazo prorrogável por mais dois anos.

Em meio à falta da referida regulamentação, em 30 de setembro de 2020, o Supremo Tribunal Federal (STF) julgou as Arguições de Descumprimento de Preceito Fundamental (ADPFs) n. 492 e n. 493 (Brasil, STF, 2020c), bem como a Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) n. 4.986 (Brasil, STF, 2020b), e declarou que os arts. 1º e 32, *caput*, e § 1º do Decreto-Lei 204/1967 (Brasil, 1967), que tratam da exclusividade da União para explorar loterias, não foram recepcionados pela Constituição de 1988 (Brasil, 1988).

Foi julgada improcedente a ADI n. 4.986/2020 (Brasil, STF, 2020b), em que se discutia se as normas de Mato Grosso que regulamentam a exploração de modalidades lotéricas naquele Estado, desde 2013, invadiam a competência privativa da União para legislar sobre sistemas de consórcios e sorteios. Por unanimidade, o STF entendeu que a União não detém monopólio na exploração dessas atividades, embora tenha a competência privativa para legislar sobre a matéria.

Qualificar o serviço de loterias como serviço público e admitir, consequentemente, que poderia ser explorado pelos Estados e Distrito Federal, o STF produziu com tal decisão o fim do monopólio da União para a exploração de serviços lotéricos.

Ao orientar o entendimento unânime do STF, o Ministro Gilmar Mendes relatou que a competência privativa da União para legislar em sistema de consórcios e sorteios não impede a competência material dos Estados para explorar as atividades lotéricas no bojo de competência administrativa, relativa à execução de um serviço público, nem para regulamentar essa exploração (Brasil, STF, 2020b).

Ressaltou, ainda, que, apesar de a Lei n. 13.756 (Brasil, 2018a) ter sido publicada no final do governo do presidente Michel Temer, em 2018, houve um vácuo legislativo regulatório da atividade, deixando a exploração das apostas sem controle. De todo modo, somente a União poderia definir as modalidades de atividades lotéricas passíveis de exploração pelos Estados.

Sem ser concretizada a regulamentação sobre o tema, expirou o prazo de quatro anos para o Ministério da Fazenda fazê-lo, levando a consequências negativas para a população divulgadas em diversas manchetes jornalísticas (Saldaña, 2024).

A permissão para o exercício da atividade em território brasileiro sem a devida regulamentação resultou na formação de extremamente ativo e concorrido mercado no Brasil, abrangendo entidades empresárias que, apesar de movimentar elevado volume de recursos financeiros, não podiam ter suas sedes constituídas no território nacional. Por serem sediadas no exterior – em sua maioria em paraísos fiscais –, apesar de originar recursos financeiros no Brasil, o capital gerado em território brasileiro era direcionado para além de suas fronteiras.

O aumento dos sites de apostas e de jogos de azar criou campo fértil para a prática de atividades ilícitas – por exemplo, jogos manipulados sistemicamente, retenção dos apostadores ou extração do máximo de seus recursos financeiros por meio de peculiares estratégias como estímulos e ilusões de ganhos capazes de gerar renda ou de mudar o patamar socioeconômico do jogador.

Na tentativa de minimizar os efeitos decorrentes desse contexto, foi editada a Medida Provisória n. 1.182/2023 (Brasil, 2023c) com o

objetivo de disciplinar a exploração da loteria de quota fixa (Fazolin; Almeida, 2024).

A Medida Provisória n. 1.182/2023 (Brasil, 2023c) traduziu-se em nova regulamentação para o mercado de apostas esportivas e:

a) proibiu apostas para crianças e adolescentes e o uso de publicidade por Bets não autorizadas;

b) estabeleceu a obrigatoriedade de constituição da prestadora de serviços de apostas no Brasil mediante pagamento de outorga e de impostos;

c) previu penalidades para a inobservância das normas de controle de entrada e permanência;

d) fixou mecanismos de combate à manipulação de resultados, à lavagem de dinheiro e direcionados para lidar com a dependência do jogo (Dudena, 2024).

Apesar de não ter sido convertida em lei, o conteúdo da Medida Provisória n. 1.182/2023 (Brasil, 2023c) foi incorporado ao Projeto de Lei 3.626/2023 (Brasil, 2023a), de iniciativa do Poder Executivo. O desafio envolvendo as apostas de quota fixa, que já era grande, foi ampliado pelos parlamentares, os quais nele incluíram, também, a regulação de jogos online. Tal projeto de lei recebeu 140 emendas.

Diante de debates sobre sérios problemas relacionados a jogos, principalmente o endividamento populacional e a ludopatia (Cavalcante, 2024)³, em 29 de dezembro de 2023, o Presidente Luiz Inácio Lula da Silva sancionou a Lei n. 14.790/2023 (Brasil, 2023b), texto legal integrante do marco regulatório das apostas de quota fixa ofertadas no mercado conhecimento “das Bets”, que cuidou de

3 Em artigo tendo por base teórica Norbert Elias e Eric Dunning e análise das estruturas de sites de apostas esportivas, Cavalcante (2024) concluiu que os indivíduos que apostam no esporte estão em busca de mais excitação para além do que a assistência dessa atividade proporciona. Logo, se as apostas eram condimento para a excitação a fim de assistir uma luta, como apresentado por Elias no passado, hoje, certamente, diante da expansão do mercado das apostas esportivas, os indivíduos têm procurado cada vez mais esse condimento, ou seja, estão em busca de mais excitação.

regulamentar o setor e promover alterações nas Leis n. 5.768/1971 (Brasil, 1971) e n. 13.756/2018 (Brasil, 2018a).

Além de ampliar as permissões das atividades de apostas, antes restritas ao seguimento esportivo, a Lei 14.790/2023 (Brasil, 2023b) passou a permitir, também, jogos de cassino online, jogos como dados, caça-níqueis, roleta, cartas, e esportes virtuais. Tal lei regulamentou os procedimentos para a entrada, a permanência e a saída das ofertantes de apostas, a tributação dos ganhos obtidos pelos apostadores e as medidas de prevenção contra fraudes, dentre outras determinações, como direcionamento dos recursos destinados ao governo (BCB, 2024).

Em 30 de janeiro de 2024, foi editado o Decreto n. 11.907/2024 (Brasil, 2024a), por meio do qual, além de aprovar a Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e das Funções de Confiança do Ministério da Fazenda (MF), criou-se a Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA) e definiu-se a sua competência para regular apostas, prêmios, corridas de cavalo e loterias.

Entendidas as mudanças que levaram à permissão de instalação de sites de apostas no Brasil, cabe adiante apresentar contornos da regulação estatal dessa atividade.

3 BREVES NOTÍCIAS SOBRE OS PRINCIPAIS ELEMENTOS DA ATUAÇÃO ESTATAL BRASILEIRA PARA REGULAR SITES DE APOSTAS NO BRASIL

A regulação de sites de apostas no Brasil envolveu a criação de estrutura institucional estabelecida no MF, bem como a prática de atos normativos, executivos e sancionadores.

3.1 Infraestrutura voltada para regular sites de apostas no Brasil

Do ponto de vista institucional, além da SPA, criada como um órgão especializado no MF, encarregado de regulamentar, autorizar, fiscalizar e sancionar as atividades de oferta de apostas no Brasil, o

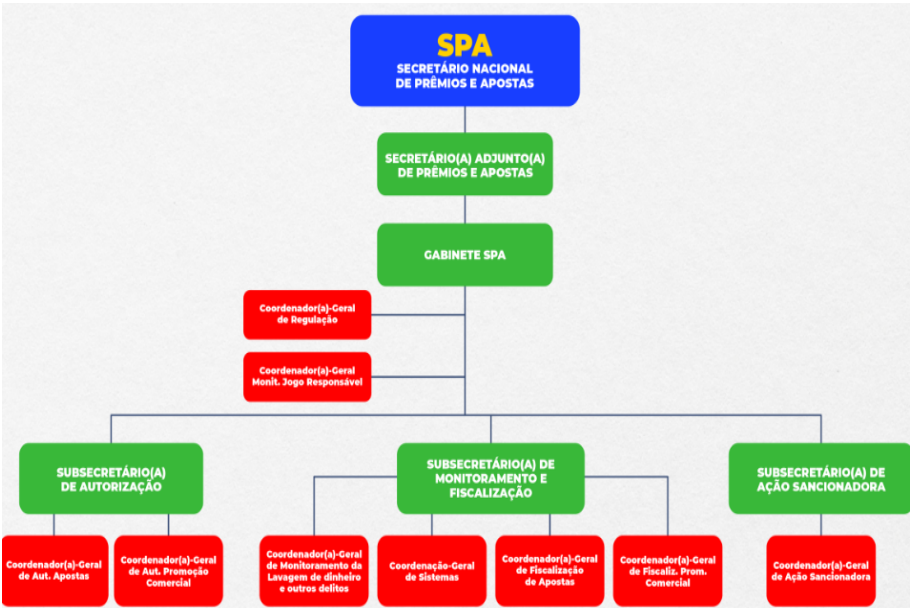
Decreto n. 11.907/2024 (Brasil, 2024a) alocou na SPA três subsecretarias, para as quais já havia previsão na Lei n. 13.756/2018 (Brasil, 2018a), cada uma com competência específica:

a) a Subsecretaria de Autorização é competente pela análise e aprovação de pedidos de autorização para atuar no mercado de apostas, bem como pela gestão da captação antecipada de poupança popular e pela supervisão da exploração de apostas de quota fixa e outras modalidades lotéricas;

b) a Subsecretaria de Monitoramento e Fiscalização supervisiona e desenvolve ações de fiscalização, a fim de garantir que as prestadoras de serviços voltados para a oferta de apostas atuem em conformidade com a legislação em vigor;

c) a Subsecretaria de Ação Sancionadora julga os processos administrativos sancionadores em primeira instância e analisa pedidos de reconsideração e revisão.

Figura 1 – Estrutura da SPA.



Fonte: Brasil, 2024b.

3.2 Edição de normas para regular sites de apostas no Brasil

Tão logo montada a estrutura institucional voltada para a atividade de regulação de sites de apostas no Brasil, foi publicada agenda regulatória para o setor no prazo de seis meses, sendo que até julho de 2024 a Secretaria de Prêmios e Apostas já havia publicado dez portarias (Brasil, 2024), sendo um dos principais motes defendidos pelo Secretário Regis Dudena a necessidade de se “deixar claro que aposta não é investimento nem assegura dinheiro fácil ou enriquecimento” (Dudena, 2024).

Destacam-se normas voltadas para promover a prevenção à lavagem de dinheiro (Brasil, SPA/MF, 2024q), a instituição do dever de que as transferências de valores arrecadados e repassados pelas Bets somente ocorram por meio de instituições autorizadas pelo Banco Central e a proibição do uso do cartão de crédito para evitar endividamento (Brasil, SPA/MF, 2024j).

A SPA/MF (Brasil, SPA/MF, 2024q) estabeleceu, ainda, normativo específico sobre jogo responsável, obrigando as prestadoras de serviços a identificarem todos os apostadores e seus perfis com meios de proteção da sua saúde mental e financeira. Em situações extremas, está prevista a vedação do acesso a apostadores sob atenção especial. O regramento avançou sobre outro ponto sensível, ao tratar da publicidade e da responsabilidade dos influenciadores digitais. Estabeleceu que crianças e adolescentes não podem participar nem ser público-alvo de publicidade.

Cuidou, também, de definir entidade certificadora como a pessoa jurídica com capacidade operacional reconhecida pelo Ministério da Fazenda para testar e certificar equipamentos, programas, instrumentos e dispositivos que compreendem os sistemas de apostas, os estúdios de jogo ao vivo e os jogos online utilizados pelos operadores de loteria de apostas de quota fixa, observados os requisitos técnicos estabelecidos em regulamento específico (Brasil, SPA/MF, 2024q)⁴. É

4 Portaria SPA/MF n. 300/2024, art. 3º: “Apenas as entidades certificadoras devidamente reconhecidas pelo Ministério da Fazenda, nos termos desta Portaria,

esse tipo de entidade que vai atestar que o site de aposta preenche os requisitos para funcionar.

Até setembro de 2024, quando foi finalizado o levantamento de normas para a redação deste capítulo, foram mapeadas as seguintes portarias editadas pela SPA:

- Portaria SPA/MF n. 300, de 23 de fevereiro de 2024 – Estabelece os requisitos para homologação das entidades certificadoras de plataformas de apostas e jogos online (Brasil, MF/SPA, 2024e).
- Portaria SPA/MF n. 504, de 22 de março de 2024 – Homologa Gaming Laboratories International LLC, como entidade certificadora de plataformas de apostas e jogos online (Brasil, MF/SPA, 2024f).
- Portaria SPA/MF n. 561, de 8 de abril de 2024 – Define a política regulatória e a agenda regulatória da exploração de apostas de quota fixa (Brasil, MF/SPA, 2024g).
- Portaria SPA/MF n. 588, de 11 de abril de 2024 – Homologa eCogra Limited, como entidade certificadora de plataformas de apostas e jogos online (Brasil, MF/SPA, 2024h).
- Portaria SPA/MF n. 603, de 15 de abril de 2024 – Homologa BMM Spain Testlabs como entidade certificadora de plataformas de apostas e jogos online (Brasil, MF/SPA, 2024i).
- Portaria SPA/MF n. 615, de 16 de abril de 2024 – Estabelece regras gerais para transações de pagamento na operação de modalidade lotérica de apostas de quota fixa (art. 2º alterado pelo art. 11 da Portaria SPA/MF n. 1.207) (Brasil, MF/SPA, 2024j).

poderão emitir certificado específico para o Brasil, atestando que os sistemas de apostas e os estúdios de jogo ao vivo e os jogos on-line apresentados pelas pessoas jurídicas interessadas na outorga para exploração comercial de apostas de quota fixa e que serão utilizados pelos agentes operadores autorizados estão em plena conformidade com os requisitos técnicos definidos em regulamento específico” (Brasil, SPA/MF, 2024e).

- Portaria SPA/MF n. 722, de 2 de maio de 2024 – Estabelece regras gerais para o funcionamento dos sistemas de apostas e de fornecimento de dados para o Sigap na operação de modalidade lotérica de apostas de quota fixa (Brasil, MF/SPA, 2024k).
- Portaria SPA/MF n. 749, de 9 de maio de 2024 – Homologa Gaming Associates Europe Ltd, como entidade certificadora de plataformas de apostas e jogos online (Brasil, MF/SPA, 2024l).
- Portaria SPA/MF n. 827, de 21 de maio de 2024 – Estabelece as regras para que as empresas operadoras de apostas que quiserem operar de forma legal no mercado nacional possam solicitar autorização (Anexos) (Brasil, MF/SPA, 2024m).
- Portaria Interministerial MF/MESP/AGU n. 28, de 22 de maio de 2024 – Dispõe sobre atribuições e procedimentos do Ministério da Fazenda, do Ministério do Esporte e da Advocacia-Geral da União sobre a exploração de apostas de quota fixa no território nacional (Brasil, MF/SPA, 2024n).
- Portaria SPA/MF n. 827, de 23 de maio de 2024 (Retificação) – Retifica o artigo 15 da Portaria SPA/MF 827 de 21 de maio de 2024 (Brasil, MF/SPA, 2024o).
- Portaria SPA/MF n. 1.132, de 9 de julho de 2024 – Homologa Quinel Limited, como entidade certificadora de plataformas de apostas e jogos online (Brasil, MF/SPA, 2024p).
- Portaria SPA/MF n. 1.143, de 11 de julho de 2024 – Dispõe sobre políticas, procedimentos e controles internos de prevenção à lavagem de dinheiro, do financiamento do terrorismo e da proliferação de armas de destruição em massa (Brasil, MF/SPA, 2024q).
- Portaria SPA/MF n. 1.207, de 29 de julho de 2024 – Estabelece requisitos técnicos para funcionamento e homologação dos jogos on-line e estúdios de jogos ao vivo, um dos objetos de apostas da modalidade lotérica de aposta de quota fixa (Brasil, MF/SPA, 2024r).

- Portaria SPA/MF n. 1.212, de 30 de julho de 2024 – Estabelece procedimentos para pagamento das destinações sociais previstas no § 1º-A do artigo 30 da Lei n. 13.756/2018, que foi alterado pela Lei 14.790/2023 (Brasil, MF/SPA, 2024s).
- Portaria SPA/MF n. 1.225, de 31 de julho de 2024 – Regulamenta o monitoramento e a fiscalização das atividades de exploração da modalidade lotérica de apostas de quota fixa e dos agentes operadores de apostas (Brasil, MF/SPA, 2024t).
- Portaria SPA/MF n. 1.231, de 31 de julho de 2024 – Estabelece regras e diretrizes para o jogo responsável e para as ações de comunicação e marketing, e regulamenta os direitos e deveres de apostadores e de agentes operadores (Brasil, MF/SPA, 2024u).
- Portaria SPA/MF n. 1.233, de 31 de julho de 2024 – Regulamenta o regime sancionador no âmbito da exploração comercial da modalidade lotérica de apostas de quota fixa (Brasil, MF/SPA, 2024v).
- Portaria SPA/MF n. 1.475, de 16 de setembro de 2024 – Estabelece as condições para que uma empresa possa participar do período de transição da regulamentação da exploração de apostas de quota fixa e estabelece as regras para o cessamento das operações das empresas que não atenderem a essas condições (Brasil, MF/SPA, 2024x).

Além da edição de normas, diversos atos administrativos foram praticados para lhes dar cumprimento no sentido de realizar o controle de entrada, permanência e saída dos agentes do mercado regulado.

3.3 Atos administrativos e o controle de sites de apostas no Brasil

Em 11 de junho de 2024, foi criado o Sistema de Gestão de Apostas (Sigap), resultado de um esforço conjunto entre a SPA e a Subsecretaria de Gestão, Tecnologia da Informação e Orçamento (SGTO), do Ministério da Fazenda e da Secretaria de Serviços Compartilhados (SSC) do Ministério da Gestão e da Inovação em Serviços Públicos (MGI). Essa solução tecnológica foi criada com o objetivo de permitir o monitoramento e a fiscalização do mercado de apostas no Brasil (Ministério [...], 2024a).

O Sipag é composto por dois ambientes – um em que interessados podem acessar informações disponíveis ao público em geral, sem necessidade de cadastro ou autenticação e outro de acesso restrito, destinado a agentes da Secretaria de Prêmios e Apostas do Ministério da Fazenda e a pessoas jurídicas interessadas em obter licença para exploração da modalidade lotérica de apostas de quota fixa no Brasil e às pessoas por elas autorizadas (Ministério [...], 2024b). Os monitoramentos são desenvolvidos com o objetivo de promover a proteção e a segurança dos apostadores, combatendo a manipulação das apostas por meio da adulteração de eventos esportivos, mediante a produção de resultados randômicos e sem interferência da casa de apostas (Dudena, 2024).

Em caso de qualquer suspeita, os ofertantes de apostas são obrigados a comunicar à SPA e ao Ministério Público quaisquer indícios que detectem ou lhes sejam reportados. Assim, se forem encontrados indícios sólidos de irregularidade, poderá ser iniciada uma fiscalização, que pode ter origem em uma descoberta feita durante o monitoramento ou com base em uma reclamação, denúncia ou fato divulgado publicamente. Tais técnicas podem ser aplicadas pela SPA/MF aos agentes autorizados a explorar a modalidade lotérica de apostas de quota fixa e aos não autorizados, podendo atuar em conjunto com outros órgãos públicos, como as polícias estaduais, distrital e federal, e os Ministérios Públicos estaduais e da União. Ao identificar condutas

que apresentem indícios de delito, a equipe da SPA/MF deve notificar os órgãos competentes (Brasil, MF/SPA, 2024t)⁵.

Durante o monitoramento e a fiscalização, a SPA pode solicitar dados aos prestadores de serviços de apostas, realizar inspeções presenciais e remotas. Tais agentes são obrigados a colaborar e podem ser penalizados se dificultarem a fiscalização. Ao final da fiscalização, um relatório de conclusão deverá ser elaborado, podendo resultar em propostas de arquivamento do relatório, imposição de medidas preventivas ou cautelares, imposição de medidas corretivas e instauração de processo administrativo sancionador (Brasil, MF/SPA, 2024t).

A SPA desempenha papel fundamental na regulação do mercado de apostas, estabelecendo normas e padrões técnicos que devem ser seguidos pelos agentes autorizados a atuar no setor, visando garantir a segurança e a transparência de suas atividades. Além disso, a secretaria monitora o mercado para identificar e prevenir práticas ilegais, como a lavagem de dinheiro.

Para desempenhar suas funções em busca de garantir que o mercado de prêmios e apostas no Brasil, seja justo, transparente e seguro, a SPA trabalha em coordenação com o Ministério do Esporte para prevenir a manipulação de resultados em eventos esportivos. Atua, também, em colaboração com outras entidades governamentais – por exemplo, com a Advocacia-Geral da União (AGU) com relação às atividades de exploração de apostas (Brasil, MF/SPA, 2024n), com o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf), no que se refere ao controle de práticas de lavagem de dinheiro (Coaf fortalece [...], 2024)⁶ e com a Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel),

5 Foram publicadas portarias que regulamentam o monitoramento e a fiscalização das empresas de apostas, assim como as sanções para quem cometer irregularidades (Ministério da Fazenda vai [...], 2024).

6 O Coaf é a Unidade de Inteligência Financeira (UIF) do Brasil, autoridade central do sistema de prevenção e combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo e da proliferação de armas de destruição em massa (PLD/FTP). Criado pela Lei n. 9.613, de 3 de março de 1998 (Lei de Lavagem de Dinheiro – LLD), e reestruturado pela Lei n. 13.974, de 7 de janeiro de 2020, o Coaf é dotado de autonomia técnica e operacional, com atuação em todo o território nacional

cuja atuação foi essencial no controle de saída dos sites irregulares do mercado brasileiro.

Tal ação foi justificada pelos resultados de alguns levantamentos. Um deles foi realizado pelo BCB, em decorrência de solicitação do senador Omar Jose Abel Azis. Voltado para determinar o tamanho do mercado dos jogos de apostas no País, na Nota Técnica 513/2024-BCB/SECRE e no Estudo Especial n. 119/2024, o BCB apresentou o perfil dos apostadores e detalhou sobre o volume de recursos envolvidos em tal segmento (BCB, 2024).

O BCB identificou R\$ 3 bilhões em transferências por Pix, no mês de agosto de 2024, dos beneficiários do Bolsa Família⁷ para sites de apostas. O valor medido pelo BCB representa 20% dos R\$ 14,1 bilhões distribuídos pelo programa em igual período (BCB, 2024; Brasil, MFASFCF, 2025).

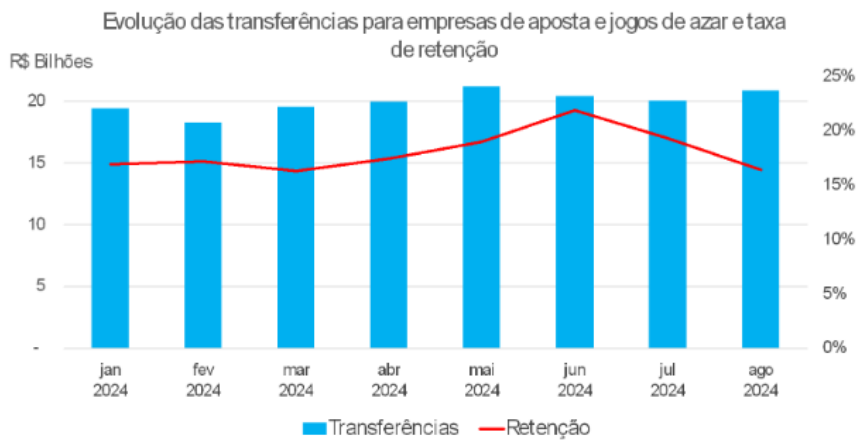
Considerando todos os apostadores e Bets que o BCB conseguiu mapear, no total, foram identificados R\$ 21,1 bilhões em apostas realizadas via Pix em agosto de 2024. Nos dados consideram-se apenas os recursos pagos pelos apostadores utilizando o sistema de pagamentos instantâneos do BCB e não contabilizam desembolsos realizados por outros meios, como cartões de débito ou crédito. Isso

(Ao Coaf compete promover interlocução institucional com órgãos e entidades nacionais, estrangeiros e internacionais que tenham Conexão com suas atividades (Coaf fortalece [...], 2024).

7 O Bolsa Família é o maior programa de transferência de renda do Brasil, reconhecido internacionalmente por já ter tirado milhões de famílias da fome. Além de garantir renda para as famílias em situação de pobreza, busca-se integrar o Programa Bolsa Família com outras políticas públicas, fortalecendo o acesso das famílias a direitos básicos como saúde, educação e assistência social. O Bolsa Família busca promover a dignidade e a cidadania das famílias também pela atuação em ações complementares por meio de articulação com outras políticas para a superação da pobreza e transformação social, tais como esporte, ciência e trabalho. Para ter direito ao Bolsa Família, a principal regra é que a renda de cada pessoa da família seja de, no máximo, R\$ 218 por mês. Por exemplo, se apenas um integrante da família tem renda e recebe um salário-mínimo (R\$ 1.518), e nessa família há sete pessoas, a renda de cada um é de R\$ 216,85. Como está abaixo do limite de R\$ 218 por pessoa, essa família tem o direito de receber o benefício (Brasil, MFASFCF, 2025).

significa que as cifras podem ser ainda mais elevadas (Garcia; Oliveira; Machado, 2024).

Figura 2 – Evolução das transferências para empresas de aposta e jogos de azar e taxa de retenção.



Fonte: BCB, 2024a.

Somam-se a tais dados outras duas divulgações: uma de janeiro de 2024, em que a *Datafolha* revelou que 15% dos brasileiros dizem fazer com habitualidade, ou já ter feito apostas esportivas online. No levantamento, apurou-se que o gasto médio mensal das pessoas que apostam é de R\$ 263, equivalente a 20% do salário-mínimo de 2023 e três em cada dez apostadores afirmam gastar mais de R\$ 100 por mês (Saldaña, 2024); noutra divulgação de setembro de 2024, elaborada pela Federação do Comércio de Bens, Serviços e Turismo do Estado de São Paulo (Fecomércio/SP), noticiou-se que dois a cada dez contratantes de apostas online usariam o dinheiro gasto com apostas para pagar contas básicas. O dinheiro seria direcionado a gastos com lazer e entretenimento para 41%, enquanto outros 12% admitiram que usariam o recurso para comprar alimentos (Toratti, 2024).

Tais divulgações reforçaram o entendimento sobre a necessidade de regular o setor. Assim, foram estabelecidas as condições para que agentes pudessem participar do período de transição da regulamentação da exploração de apostas de quota fixa e as regras para

o cessamento das empresas que não as atendessem, como também se determinou a retirada do ar dos sites considerados ilegais, o que veio a acontecer a partir do dia 1º de outubro de 2024 (Brasil, MF/SPA, 2024d).

Com a entrada em vigor da regulamentação obrigatória a partir de 1º de janeiro de 2025, apenas as prestadoras de serviços voltadas para a oferta de apostas que cumprirem os requisitos legais estabelecidos poderão atuar. Espera-se, desse modo, que no ambiente regulado haja proteção e segurança para os envolvidos.

Com essa apresentação, pôde-se ter uma visão da atuação regulatória brasileira para controlar a atividade de instalação de sites voltados dirigidos à oferta de apostas no Brasil, por meio dos quais há elevada movimentação profissional de recursos financeiros.

Como se demonstrou, o Estado brasileiro atribuiu à SPA, órgão do Ministério da Fazenda, a competência para, em conjunto com outros setores estatais, controlar a entrada, a permanência e a saída dos ofertantes de sites de apostas no território nacional. Tal escolha, no entanto, não afasta por completo a competência regulatória do BCB em relação a tais atividades, conforme analisado a seguir.

4 A LIMITADA COMPETÊNCIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL EM RELAÇÃO AOS SITES DE APOSTAS: PRINCIPALMENTE CIRCUNSCRITA À REGULAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E DE PAGAMENTOS

Ao BCB cabem tarefas bem delimitadas conforme ilustração disponibilizada em seu site:

Figura 3 – Múltiplas atividades.

Múltiplas atividades	
As tarefas a cargo do Banco Central são bastante diversas. Entenda no detalhe:	
Inflação baixa e estável	Manter a inflação sob controle, ao redor da meta, é objetivo fundamental do BC. A estabilidade dos preços preserva o valor do dinheiro, mantendo o poder de compra da moeda. Para alcançar esse objetivo, o BC utiliza a política monetária, política que se refere às ações do BC que visam afetar o custo do dinheiro (taxas de juros) e a quantidade de dinheiro (condições de liquidez) na economia.
Sistema financeiro seguro e eficiente	Faz parte da missão do BC assegurar que o sistema financeiro seja sólido (tenha capital suficiente para arcar com seus compromissos) e eficiente.
Banco do governo	O BC detém as contas mais importantes do governo e é o depositário das reservas internacionais do país.
Banco dos bancos	As instituições financeiras precisam manter contas no BC. Essas contas são monitoradas para que as transações financeiras aconteçam com fluidez e para que as próprias contas não fechem o dia com saldo negativo.
Emissor do dinheiro	O BC gerencia o meio circulante, que nada mais é do que garantir, para a população, o fornecimento adequado de dinheiro em espécie.

Fonte: BCB, 2024b.

Em 1964, com o objetivo de manter a integridade do sistema financeiro, atribuiu-se competência ao BCB para exercer o controle do crédito em todas as suas formas, bem como o controle de entrada, permanência e saída das instituições financeiras – Lei n. 4.595/1964, art. 10, VI e IX (Brasil, 1964).

Desde aquele ano, no ordenamento jurídico brasileiro, tradicionalmente passou-se a admitir instituição financeira como a categoria atribuída às pessoas jurídicas que realizam atos voltados para a movimentação profissional de recursos financeiros via contas de depósito, ou seja:

- a) coletam recursos financeiros: recebem em depósito recursos financeiros de terceiros;
- b) intermedeiam recursos financeiros: repassam a um cliente recurso financeiros recebido por outrem;
- c) aplicam recursos financeiro: celebram negócio jurídico envolvendo objetos em que se investe recursos financeiros próprios ou de terceiros, visando a remuneração (também chamada de renda passiva);

d) custodiam valores de propriedade de terceiros: guardam títulos de crédito ou valores mobiliários de titularidade de terceiros, processando a entrega de direitos pessoais patrimoniais deles decorrentes ou a sua negociação e transferência.

Em 2013, o Estado brasileiro criou a figura das instituições de pagamento – Lei n. 12.865/2013, art. 9º I- XIV (Brasil, 2013) – permitindo-lhes a prática de limitados atos dirigidos à movimentação profissional de recursos financeiros via contas de pagamento – ou seja, coleta para fins de transferências e pagamentos e no máximo a aplicação em títulos da dívida pública (Diniz; Neves; Silva, 2022, p. 217-274).

Ao se considerar que as prestadoras de serviços de apostas coletam elevadas somas de recursos financeiros da poupança popular, ou seja, dos apostadores, e que os mantém sob custódia, poder-se-ia questionar sobre a possibilidade de atribuição do controle dessa atividade ao BCB, eis que se configuram exatamente como atividades privativas de instituições financeiras e de instituições de pagamento.

A escolha do legislador brasileiro em não atribuir tal competência regulatória ao BCB pode ser explicada, por exemplo, pelo fato de que sua agenda regulatória voltada para diversas pautas ligadas à inovação tem demandado bastante do seu corpo funcional, que, no entanto, não tem contado com qualquer aumento na disponibilização de recursos humanos. Em 2022, havia 3.050 cargos vagos na instituição, um número próximo ao de cargos providos – 3.420. Parte do quadro ocupado podia ainda estar cedido, afastado ou em licenças (Roman, 2022, p. 166-167). É necessário, portanto, avaliar criticamente a capacidade do BCB para assimilar mais competências.

Mas esse caminho adotado pelo Estado brasileiro em relação aos sites de apostas não afasta por completo a competência do BCB, uma vez que as transferências de valores arrecadados e repassados pelas Bets somente podem ocorrer por meio de instituições autorizadas pelo BCB e porque foi proibido o uso do cartão de crédito para a realização de apostas (Brasil, MF/SPA, 2024j)

Para realizar sua aposta na plataforma de uma Bet, o apostador precisa transferir recursos financeiros para a conta bancária ou de pagamento – também chamada “conta transacional” – necessariamente aberta pela Bet perante uma instituição financeira ou uma instituição de pagamento. Tanto a lei quanto as normas infralegais fazem referência a essa condição⁸.

8 Lei n. 14.790/2023, art. 21: “É vedado aos instituidores de arranjos de pagamento, bem como às instituições financeiras e de pagamento, permitir transações, ou a elas dar curso, que tenham por finalidade a realização de apostas de quota fixa com pessoas jurídicas que não tenham recebido a autorização para exploração de apostas de quota fixa prevista nesta Lei. Parágrafo único. A vedação prevista no *caput* deste artigo passará a vigorar em prazo definido pelo Ministério da Fazenda, não podendo ser inferior a 90 (noventa) dias do início do credenciamento dos agentes operadores de apostas de quota fixa. Art. 22. É exclusiva de instituições brasileiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil a oferta de contas transacionais ou de serviços financeiros de qualquer natureza que permitam ao apostador: I – efetuar depósitos e saques em sua conta gráfica perante o operador de aposta; ou I – receber os valores de prêmios que lhe sejam devidos. Parágrafo único. Os recursos de apostadores mantidos nas contas transacionais de que trata este artigo: I – constituem patrimônio separado, que não se confunde com o do agente operador de apostas; II – não respondem direta ou indiretamente por nenhuma obrigação do operador nem podem ser objeto de arresto, de sequestro, de busca e apreensão ou de qualquer outro ato de constrição judicial em função de débitos de responsabilidade do agente operador de apostas; III – não compõem o ativo do agente operador de apostas, para efeito de falência, de recuperação judicial ou extrajudicial, de intervenção ou de liquidação judicial ou extrajudicial; e IV – não podem ser dados em garantia de débitos assumidos pelo agente operador de apostas” (Brasil, 2023b). Portaria SPA/MF n. 566/2025, art. 2º: “É vedado às instituições financeiras e às instituições de pagamento abrir e manter contas transacionais de que trata a Portaria SPA/MF n. 615, de 16 de abril de 2024, de titularidade de pessoas físicas e jurídicas que explorem a modalidade lotérica de aposta de quota fixa sem a devida autorização. Parágrafo único. Para os fins desta Portaria, considera-se conta transacional toda conta de depósito ou de pagamento mantida em instituição financeira ou de pagamento, utilizada como destino dos aportes financeiros realizados pelos apostadores, para manutenção dos valores relativos às apostas em aberto ou para manutenção dos prêmios recebidos. Art. 3º É vedado às instituições financeiras, às instituições de pagamentos e aos instituidores de arranjos de pagamento permitir transações, ou a elas dar curso, que tenham por finalidade a realização de apostas de quota fixa com pessoas físicas ou jurídicas que não tenham recebido a autorização para a exploração desta atividade. Art. 4º As instituições financeiras, as instituições de pagamentos e os instituidores de arranjos de pagamento devem adotar procedimentos e controles que permitam identificar indícios de atuação de pessoas físicas e jurídicas na exploração da modalidade lotérica de apostas de quota fixa sem autorização, assim como daqueles que atuem como intermediários desta atividade e de operações atípicas” (Brasil, SPA/MF, 2025).

Ora, como dito as instituições financeiras e as de pagamento e as contas que elas ofertam ao mercado são controladas pelo BCB, e os recursos que são coletados por meio dessas contas circulam no Sistema Financeiro Nacional (SFN) por meio das infraestruturas do Sistema de Pagamentos Brasileiro por ele controladas. Logo, é possível dizer que o BCB exerce controle indireto sobre a movimentação profissional de recursos financeiros realizada pelas Bets.

Além disso, apurou-se que o prestador de serviço que explora a oferta de apostas pode aplicar os valores que estiverem em sua conta em títulos públicos federais e em operações lastreadas em títulos públicos federais⁹ registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) (Brasil, SPA/MF, 2024j).

Assim, as Bets, além de coletarem os recursos financeiros dos apostadores e passarem a mantê-los sob sua titularidade, estão autorizadas a aplicá-los em títulos públicos federais – mais uma atividade, a princípio privativa de instituição financeira e depois estendida de igual forma limitada às instituições de pagamento. Esse ato de aplicação de recursos financeiros nos títulos dessa natureza, atrai, portanto, a regulação do BCB.

9 Portaria Normativa SPA/MF n. 615/2024, art. 5º: “A critério do agente operador, o saldo diário total ou parcial das contas transacionais de que trata o art. 4º mantidas em instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, inclusive os valores correspondentes às apostas em aberto, apurado no fechamento da grade regular de operações dos participantes do Sistema de Transferência de Reservas – STR, poderá ser aplicado em títulos públicos federais, registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – Selic. § 1º A aplicação em títulos públicos federais de que trata o *caput* deverá ser realizada por intermédio da instituição financeira que mantém a conta transacional do agente operador. § 2º Os títulos públicos federais a que se refere o *caput* devem: I – ser denominados em reais e adquiridos no mercado secundário; II – ter prazo máximo a decorrer de quinhentos e quarenta dias até o vencimento; e III – não estar referenciados em moeda estrangeira. § 3º O saldo de que trata o *caput* deste artigo também pode ser aplicado em operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais admitidos à negociação no Selic, com liquidez diária, junto à instituição financeira detentora da conta transacional do agente operador de apostas. § 4º É vedada a aplicação do saldo das contas transacionais em quaisquer tipos de investimentos não previstos neste artigo. § 5º É vedado o compartilhamento com os apostadores dos ganhos decorrentes da aplicação em títulos públicos federais ou em operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais” (Brasil, SPA/MF, 2024j).

Diante da obrigatoriedade de realização de práticas de prevenção de lavagem de dinheiros, pode-se dizer que a regulação do BCB em relação ao mercado de apostas também se verifica presente quando envolver o Coaf (Coaf [...], 2024), que, embora seja dotado de autonomia técnica e operacional, é vinculado administrativamente ao Banco Central – Lei n. 13.974/2020 (Brasil, 2020a). O Coaf é a unidade de inteligência financeira do Brasil, responsável por atuar como autoridade central no sistema de prevenção e combate à lavagem de dinheiro, ao financiamento do terrorismo e ao financiamento da proliferação de armas de destruição em massa (Coaf, 2022), ao passo que o Banco Central, por sua vez, desempenha um papel crucial na supervisão e regulamentação do Sistema Financeiro Nacional, colaborando com o Coaf para garantir a integridade e a segurança do sistema financeiro (Alves, 2019).

5 CONCLUSÃO

De tudo o que foi exposto, percebe-se que a hipótese ficou confirmada, pois foi possível apurar que o BCB tem competência para regular a movimentação profissional de recursos financeiros realizada pelas Bets, via contas abertas em instituições financeiras e de pagamentos. Ficou claro que, apesar de o BCB não realizar controle de entrada, permanência e saída das Bets, ele realiza esse tipo de controle das instituições financeiras e de pagamentos. Ora, como as prestadoras de serviços voltados para a oferta de apostas são obrigadas a movimentar os recursos financeiros dos apostadores em contas abertas nessas instituições, indiretamente o BCB controla essa movimentação de recursos. Tanto é que ele elaborou dois documentos retratando o perfil dos apostadores e o volume de recursos aportados no setor.

Foi possível apurar, no entanto, que a competência do BCB vai além, eis que as Bets podem realizar aplicações dos recursos que coletam dos apostadores em títulos da dívida pública e quando envolver

a atuação do Coaf. Afinal ele e o BCB são colaboradores diretos e um é administrativamente ligado ao outro.

Do que se examinou, percebe-se que o Estado optou por regular a Bet de forma peculiar, embora ela realize parcela das inicialmente admitidas como privativas atividades das instituições financeiras. Esse modo diferente de controle estatal, no entanto, apresenta nuances similares às instituições reguladas pelo BCB.

Para novas etapas de pesquisa, cabe estudar minuciosamente a proibição de realização de apostas via pagamentos com cartões de crédito.

REFERÊNCIAS

ALVES, Gleriston Albano Cardoso. Atuação do COAF, do Banco Central e das instituições financeiras no combate à lavagem de dinheiro. 26 mar. 2019. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/72940/atuacao-do-coaf-do-banco-central-e-das-instituicoes-financeiras-no-combate-a-lavagem-de-dinheiro?form=MG0AV3>. Acesso em: 2 mar. 2025.

BADESSA, Murilo. ‘Chegava a chorar’, ‘só traz perda’: vício em ‘Bets’ causa danos financeiros e psicológicos a pessoas de baixa renda. *G1* 29 set. 2024. Disponível em: <https://g1.globo.com/sp/ribeirao-preto-franca/noticia/2024/09/29/chegava-a-chorar-so-traz-perda-vicio-em-Bets-causa-danos-financeiros-e-psicologicos-a-pessoas-de-baixa-renda.ghtml>. Acesso em: 20 fev. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Estudos especiais do Banco Central: análise técnica sobre o mercado de apostas online no Brasil e o perfil dos apostadores. *Estudo Especial* n. 119/2024. Reproduzido da Nota Técnica 513/2024-BCB/SECRE, set. 2024a. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE119_Analise_tecnica_sobre_o_mercado_de_apostas_online_no_Brasil_e_o_perfil_dos_apostadores.pdf Acesso em: 11 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Institucional*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/institucional>. 2024. Acesso em: 7 nov. 2024.

BRASIL. [Constituição (1988)]. Constituição da República Federativa do Brasil. Texto constitucional de 5 de outubro de 1988 com as alterações adotadas por emendas constitucionais de revisão. *Diário Oficial da União*, Brasília, 5 out. 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de Lei n. 3.626 de 2023* (transformado na Lei Ordinária 14.790/2023). Altera a Medida

Provisória n. 2.158-35, de 24 de agosto de 2001, a Lei n. 5.768, de 20 de dezembro de 1971, e a Lei n. 13.756, de 12 de dezembro de 2018. 2023a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/Projetos/Ato_2023_2026/2023/PL/pl-3626.htm. Acesso em: 3 jan. 2025.

BRASIL. Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf). Serviço e Informação. *gov.br.*, 12 maio 2020, atualizado em 26 jan. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/pt-br/orgaos/conselho-de-controle-de-atividades-financeiras?form=MG0AV3>. Acesso em: 2 mar. 2025.

BRASIL. Decreto n. 11.907, de 30 de janeiro de 2024. Aprova a estrutura regimental e o quadro demonstrativo dos cargos em comissão e das funções de confiança do Ministério da Fazenda e remaneja e transforma cargos em comissão e funções de confiança. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 jan. 2024a. Disponível em: http://planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/decreto/d11907.htm#art6. Acesso em: 2 fev. 2025.

BRASIL. Decreto-Lei n. 204, de 27, de fevereiro de 1967. Dispõe sobre a exploração de loterias e dá providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 27 fev. 1967. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/del0204.htm. Acesso em: 28 nov. 2024.

BRASIL. Decreto-Lei n. 3.688, de 3 de outubro de 1941. Lei das Contravenções Penais. *Diário Oficial da União*, Brasília, 13 out. 1941. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del3688.htm. Acesso em: 12 nov. 2024.

BRASIL. Lei n. 13.756, de 12 dezembro de 2018. Dispõe sobre o Fundo Nacional de Segurança Pública (FNSP), sobre a destinação do produto da arrecadação das loterias e sobre a promoção comercial e a modalidade lotérica denominada aposta de quota fixa; altera as Leis n. 8.212, de 24 de julho de 1991, 9.615, de 24 março de 1998, 10.891, de 9 de julho de 2004, 11.473, de 10 de maio de 2007, e 13.675, [...]. *Diário*

Oficial da União, Brasília, 13 dez. 2018a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2018/Lei/L13756.htm. Acesso em: 2 nov. 2024.

BRASIL. Lei n. 13.974, de 7 de janeiro de 2020. Dispõe sobre o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf), de que trata o art. 14 da Lei n. 9.613, de 3 de março de 1998. *Diário Oficial da União*, Brasília, 8 jan. 2020a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/l13974.htm. Acesso em: 12 fev. 2025.

BRASIL. Lei n. 14.790, de 29 de dezembro de 2023. Dispõe sobre a modalidade lotérica denominada apostas de quota fixa; altera as Leis n. 5.768, de 20 de dezembro de 1971, e 13.756, de 12 de dezembro de 2018, e a Medida Provisória n. 2.158-35, de 24 de agosto de 2001; revoga dispositivos do Decreto-Lei n. 204, de 27 de fevereiro de 1967; e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 30 dez, 2023b. Edição extra, retificado em 8 jan. 2024 e retificado em 9 jan. 2024. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/l14790.htm. Acesso em: 2 mar. 2025.

BRASIL. Lei n. 4.585, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 17 dez. 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4595compilado.htm#art65. Acesso em: 12 nov. 2024.

BRASIL. Medida Provisória n. 1.182, de 24 de julho de 2023. Altera a Lei n. 13.756, de 12 de dezembro de 2018, para disciplinar a exploração da loteria de aposta de quota fixa pela União. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 jul. 2023c. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2023-2026/2023/Mpv/mpv1182.htm. Acesso em: 2 out. 2024.

Brasil. Medida Provisória n. 841, de 11 de junho de 2018. Dispõe sobre o Fundo Nacional de Segurança Pública e sobre a destinação do produto da arrecadação das loterias. *Diário Oficial da União*, Brasília, 6 jun. 2018b. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1667738&filename=MPV%20841/2018. Acesso em: 25 maio 2025.

BRASIL. Medida Provisória n. 846, de 31 de julho de 2018. Altera a Medida Provisória n. 841, de 11 de junho de 2018, que dispõe sobre o Fundo Nacional de Segurança Pública e sobre a destinação do produto da arrecadação das loterias, a Lei n. 9.615, de 24 de março de 1998, que institui normas gerais sobre desporto, e a Lei n. 11.473, de 10 de maio de 2007, que dispõe sobre cooperação federativa no âmbito da segurança pública. *Diário Oficial da União*, Brasília, 1º ago. 2018c. Disponível em: <https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=MPV&numero=846&ano=2018&ato=819gXTq5UeZpWT670>. Acesso em: 2 nov. 2024.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). *Estrutura da SPA*, 4 mar. 2024, atual. 12 jun. 2024b. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/composicao/orgaos/secretaria-de-premios-e-apostas/conheca-a-spa>. Acesso em: 7 nov. 2024.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 1.330, de 26 de outubro de 2024. Dispõe sobre as condições gerais para exploração comercial da modalidade lotérica de aposta de quota fixa no território nacional, nos termos na Lei n. 13.756, de 12 de dezembro de 2018, com as alterações promovidas pela Medida Provisória n. 1.182, de 24 de julho de 2023; e regulamenta normas gerais sobre os direitos e as obrigações do apostador, a prevenção à lavagem de dinheiro e outros delitos, o jogo responsável e a manifestação prévia de interesse. *Diário Oficial da União*, Brasília, 27 out. 2024c. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/>

portaria-normativa-mf-n-1.330-de-26-de-outubro-de-2023-519161250. Acesso em: 2 fev. 2024.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 1.475, de 16 de setembro de 2024. Estabelece as condições para que uma empresa possa participar do período de transição da regulamentação da exploração de apostas de quota fixa e estabelece as regras para o cessamento das operações das empresas que não atenderem a essas condições. *Diário Oficial da União*, Brasília, 17 set. 2024d. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-1.475-de-16-de-setembro-de-2024-584820215>. Acesso em: 2 fev. 2024.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 300, de 23 de fevereiro de 2024. Estabelece os requisitos e os procedimentos relativos ao reconhecimento da capacidade operacional de entidades certificadoras dos sistemas de apostas, dos estúdios de jogo ao vivo e dos jogos on-line a serem utilizados por operadores de loteria de apostas de quota fixa. *Diário Oficial da União*, Brasília, 26 fev. 2024e. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-mf-spa/mf-n-300-de-23-de-fevereiro-de-2024-544802087>. Acesso em: 2 jan. 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 504, de 22 de março de 2024. Homologa Gaming Laboratories International LLC como entidade certificadora de plataformas de apostas e jogos online. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 mar, 2024f. Disponível em: <https://static.poder360.com.br/2024/03/portaria-dou-certificadora-apostas-25-mar-2024.pdf>. Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 561, de 8 de abril de 2024. Institui a Política Regulatória da Secretaria de Prêmios e Apostas do Ministério da Fazenda e a Agenda Regulatória para o exercício de 2024. *Diário Oficial*

da União, Brasília, 10 abr. 2024g. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-561-de-8-de-abril-de-2024-553015529>. Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 566, de 20 de março de 2025. Dispõe sobre os procedimentos relativos ao cumprimento do disposto no art. 21 da Lei n. 14.790, de 29 de dezembro de 2023. *Diário Oficial da União*, Brasília, 21 mar. 2025. Disponível em: Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 588, de 11 de abril de 2024. Homologa eCogra Limited como entidade certificadora de plataformas de apostas e jogos online. *Diário Oficial da União*, Brasília, 12 abr. 2024h. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-de-pessoal-spa/mf-n-588-de-11-de-abril-de-2024-553642448>. Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 603, de 15 de abril de 2024. Reconhece a capacidade operacional da terceira entidade certificadora para atuar no mercado de apostas brasileiro em nível nacional: a BMM Spain Testlabs SLU. *Diário Oficial da União*, Brasília, 16 abr. 2024i. Disponível em: <https://betterlucky.com.br/wp-content/uploads/2024/04/723557767-Portaria-603-do-Ministerio-da-Fazenda-BMM-Testlabs.pdf>. Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 615, de 16 de abril de 2024. Estabelece regras gerais a serem observadas nas transações de pagamento realizadas por agentes autorizados a operar a modalidade lotérica de apostas de quota fixa (art. 2º alterado pelo art. 11 da Portaria SPA/MF n. 1.207). *Diário Oficial da União*, Brasília, 14 abr. 2024j. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-normativa-spa/mf-n-615-de-16-de-abril-de-2024-554928583>. Acesso em: 12 nov. 2024.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 722, de 2 de maio de 2024. Estabelece os requisitos técnicos e de segurança dos sistemas de apostas, bem como de suas plataformas de apostas esportivas e de jogos on-line, a serem utilizados por agentes operadores de loteria de apostas de quota fixa, de que tratam a Lei n. 13.756/2018, e a Lei n.14.790/2023. *Diário Oficial da União*, Brasília, 3 maio 2024k. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-722-de-2-de-maio-de-2024-557715851>. Acesso em: 2 nov. 2024.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 749, de 9 de maio de 2024. Reconhece a Gaming Associates Europe Ltd como entidade certificadora de plataformas de apostas e jogos online. *Diário Oficial da União*, Brasília, 13 maio 2024l. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-749-de-9-de-maio-de-2024-559348512>. Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 827, de 21 de maio de 2024. Regulamenta o disposto no art. 29 da Lei n. 13.756, de 12 de dezembro de 2018, e nos arts. 4º a 13 da Lei n. 14.790, de 30 de dezembro de 2023, para estabelecer as regras e as condições para obtenção da autorização para exploração comercial da modalidade lotérica de apostas de quota fixa por agentes econômicos privados em todo o território nacional. *Diário Oficial da União*, Brasília, 22 maio 2024m. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-827-de-21-de-maio-de-2024-561240128>. Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria Interministerial MF/MESP/AGU n. 28, de 22 de maio de 2024. Dispõe sobre atribuições e procedimentos do Ministério da Fazenda, do Ministério do Esporte e da Advocacia-Geral da União na aplicação da Lei n. 13.756, de 12 de dezembro de 2018, e da Lei

n. 14.790, de 29 de dezembro de 2023, observadas as disposições da Lei n. 14.597, de 14 de junho de 2023. *Diário Oficial da União*, Brasília, 23 maio 2024n. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-interministerial-mf/mesp/agu-n-28-de-22-de-maio-de-2024-561323265>. Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 827, de 23 de maio de 2024 (Retificação). Regulamenta o disposto no art. 29 da Lei n. 13.756, de 12 de dezembro de 2018, e nos arts. 4º a 13 da Lei n. 14.790, de 30 de dezembro de 2023, para estabelecer as regras e as condições para obtenção da autorização para exploração comercial da modalidade lotérica de apostas de quota fixa por agentes econômicos privados em todo o território nacional. *Diário Oficial da União*, Brasília, 23 maio 2024o. Disponível em: <https://static.poder360.com.br/2024/05/portaria-apostas-esportivas-22mai2024.pdf>. Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 1.132, de 9 de julho de 2024. Homologa Quinel Limited como entidade certificadora de plataformas de apostas e jogos online. *Diário Oficial da União*, Brasília, 15 jul. 2024p. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-1.132-de-9-de-julho-de-2024-572088840>. Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 1.143, de 11 de julho de 2024. Dispõe sobre políticas, procedimentos e controles internos de prevenção à lavagem de dinheiro, de que trata a Lei n. 9.613, de 3 de março de 1998, do financiamento do terrorismo e da proliferação de armas de destruição em massa (PLD/FTP) e de outros delitos correlatos a serem adotados pelos agentes operadores de apostas que exploram apostas de quota fixa, de que tratam as Leis n. 13.756, de 12 de dezembro de 2018, e n. 14.790, de 29 de dezembro de 2023. *Diário Oficial da União*, Brasília, 12 jul. 2024q. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/>

portaria-spa/mf-n-1.143-de-11-de-julho-de-2024-571718850. Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 1.207, de 29 de julho de 2024. Estabelece os requisitos técnicos dos jogos on-line e dos estúdios de jogos ao vivo a serem observados por agentes operadores de loteria de apostas de quota fixa, de que tratam o art. 29 da Lei n. 13.756, de 12 de dezembro de 2018, e a Lei n. 14.790, de 29 de dezembro de 2023, e altera a Portaria SPA/MF n. 615, de 16 de abril de 2024. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 jul. 2024r. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-1.207-de-29-de-julho-de-2024-575312304>. Acesso em: 24 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 1.212, de 30 de julho de 2024. Estabelece procedimentos para repasse das destinações do produto da arrecadação da loteria de apostas de quota fixa, de que trata o § 1º-A do art. 30 da Lei n. 13.756, de 12 de dezembro de 2018, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2024s. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-1.212-de-30-de-julho-de-2024-575307801>. Acesso em: 24 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 1.225, de 31 de julho de 2024. Regulamenta o monitoramento e a fiscalização das atividades de exploração da modalidade lotérica de apostas de quota fixa e dos agentes operadores de apostas, de que tratam a Lei n. 13.756, de 12 de dezembro de 2018, e a Lei n. 14.790, de 29 de dezembro de 2024. *Diário Oficial da União*, Brasília, 1º ago. 2024t. Disponível em: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-1.225-de-31-de-julho-de-2024-575691787>. Acesso em: 24 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 1.231, de 31 de julho de 2024. Estabelece regras

e diretrizes para o jogo responsável e para as ações de comunicação, de publicidade e propaganda e de marketing, e regulamenta os direitos e deveres de apostadores e de agentes operadores, a serem observados na exploração comercial da modalidade lotérica de apostas de quota fixa de que tratam o art. 29 da Lei n. 13.756, de 12 de dezembro de 2018, e a Lei n. 14.790, de 29 de dezembro de 2023. *Diário Oficial da União*, Brasília, 1º ago. 2024u. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-1.231-de-31-de-julho-de-2024-575670297>. Acesso em: 24 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 1.233, de 31 de julho de 2024. Regulamenta o regime sancionador no âmbito da exploração comercial da modalidade lotérica de apostas de quota fixa, de que tratam o art. 29 da Lei n. 13.756, de 12 de dezembro de 2018, e a Lei n. 14.790, de 29 de dezembro de 2023. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2024v. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-1.233-de-31-de-julho-de-2024-575659805>. Acesso em: 24 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA). Portaria SPA/MF n. 1.475, de 16 de setembro de 2024. Dispõe sobre as condições e os prazos de adequação para as pessoas jurídicas que explorem a modalidade lotérica de apostas de quota fixa previstos no art. 9º, parágrafo único, da Lei nº 14.790, de 29 de dezembro de 2023 e no art. 24 da Portaria SPA/MF n. 827, de 21 de maio de 2024, até o prazo de 31 de dezembro de 2024. *Diário Oficial da União*, Brasília, 17 set. 2024x. Disponível em: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-1.475-de-16-de-setembro-de-2024-584820215>. Acesso em: 2 mar. 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda (MF). Secretaria de Prêmios e Apostas (Sigap). *sigap.fazenda.gov.br*. Disponível em: <https://sigap.fazenda.gov.br/login>. Acesso em: 7 out. 2024z.

BRASIL. Ministério do Desenvolvimento e Assistência Social, Família e Combate à Fome (MFASFCF). Ações e programas: Bolsa Família. *Mds.gov.br*, 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/mds/pt-br/acoes-e-programas/bolsa-familia>. Acesso em: 1º mar. 2025.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (STF). Inteiro teor do acórdão. Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 4.986/Mato Grosso, Rel: Min. Gilmar Mendes. Ata n. 28, 24 set. 2020. *Diário de Justiça eletrônico* n. 253, Brasília, divulg. 19 out. 2020b. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/stf/1153356698/inteiro-teor-1153356704>. Acesso em: 2 out. 2024.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (STF). Inteiro teor do acórdão. Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental n. 492/Rio de Janeiro, Rel: Min. Gilmar Mendes. Ata n. 214, 15 dez. 2020. *Diário de Justiça eletrônico* n. 292, Brasília, divulg. 14 dez. 2020c. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=5294468>. Acesso em: 24 maio 2025.

CAVALCANTE, Fernando Resende. Em busca de mais excitação: reflexões acerca das apostas esportivas. *Movimento*, Brasília, v. 30, p. 1-16, 2024. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/mov/a/9tr5nvPnLcgvjB8QQbk65Nn/?lang=pt#>. Acesso em: 12 nov. 2024.

COAF fortalece intercâmbio com Secretaria de Prêmios e Apostas do Ministério da Fazenda. *Games Magazine Brasil*, 7 nov. 2024. Disponível em: <https://www.gamesbras.com/apostas-online/2024/11/1/coaf-fortalece-intercmbio-com-secretaria-de-prmios-apostas-do-ministerio-da-fazenda-49547.html>. Acesso em: 7 nov. 2024.

COUTINHO, Thiago de Miranda. BETS: as implicações criminais do mercado de apostas no Brasil. *MIG*, 3 out. 2024. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/416110/Bets-as-implicacoes-criminais-do-mercado-de-apostas-no-brasil>. Acesso em: 1º mar. 2025.

DINIZ, Davi Monteiro; NEVES, Rubia Carneiro; SILVA, Leila Bitencourt Reis da Silva. A atuação concorrente da instituição de pagamento com os bancos comerciais: uma opção regulatória associada a novas tecnologias e indícios de benefícios à população brasileira. *In*: NEVES. Rubia Carneiro (Coord.). *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*. Belo Horizonte: Expert, v. 1, p. 217-274, 2022. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2023/02/Novas-fronteiras-do-sistema-financeiro-nacional.pdf>. Acesso em: 1º mar. 2025.

DUDENA, Regis. Luz e lupa nos sites de apostas. *Folha de São Paulo*, São Paulo, Coluna Opinião, 22 out. 2024. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/autores/regis-dudena.shtml>. Acesso em: 24 out. 2024.

ENTENDA o que é BET e como elas funcionam. *UFJF.br/inovagames*, 14 nov. 2024. Disponível em: <https://www2.ufjf.br/inovagames/2024/11/14/entenda-o-que-e-bet-e-como-elas-funcionam/#:~:text=O%20termo%20E2%80%9CBet%20%80%9D%2C%20que,esportivas%20e%20os%20cassinos%20online>. Acesso em: 11 maio 2025.

FAZOLIN, Dayse Karoline Vieira Catellane; ALMEIDA, Andreia Alves de. A importância da regulamentação sobre os jogos de azar online. *Revista Ibero-Americana de Humanidades, Ciências e Educação*, São Paulo, v. 9, n. 12, p. 711-727, 2024. Disponível em: <https://periodicorease.pro.br/rease/article/view/12805>. Acesso em: 7 nov. 2024.

GARCIA, Nathalia; OLIVEIRA, Thaísa; MACHADO, Renato. Beneficiários do Bolsa Família gastam R\$ 3 bilhões em *Bets* só em agosto. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 24. set. 2024c. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2024/09/beneficiarios-do-bolsa-familia-gastam-r-3-bilhoes-em-bets-so-em-agosto.shtml>. Acesso em: 7 nov. 2024.

GOVERNO acelera legalização de Bets diante de denúncias e projetos contra apostas. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 17 set.2024. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2024/09/>

apostas-viraram-problema-social-grave-e-governo-fara-pente-fino-para-regulamentar-medidas-diz-haddad.shtml. Acesso em: 08 nov. 2024

LOTERIA estadual do Mato Grosso é questionada no STF. *stf.jus.br*, 28 jun. 2013. Disponível em: <https://noticias.stf.jus.br/postsnoticias/loteria-estadual-do-mato-grosso-e-questionada-no-stf/>. Acesso em: 7 nov. 2024.

MAIS de 2 mil sites e aplicativos de Bets começam a ser retirados do ar nesta sexta. *gov.br/secom*, 11 out. 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/secom/pt-br/assuntos/noticias/2024/10/mais-de-2-mil-sites-e-aplicativos-de-Bets-comecam-a-ser-retirados-do-ar-nesta-sexta-11>. Acesso em: 25 maio 2025.

MARTELLO, Alexandro. Prazo para sacar dinheiro de Bets ilegais termina nesta quinta: sites vão começar a sair do ar. *G1*, Brasília, 10 out. 2024. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2024/10/10/prazo-para-sacar-dinheiro-de-Bets-ilegais-termina-nesta-quinta-sites-vaio-comecar-a-sair-do-ar.gh.html>. Acesso em: 11 nov. 2024.

MINISTÉRIO da Fazenda lança o sistema de gestão de apostas de quota fixa. *Gov.br/fazenda*, 11 jun. 2024a. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2024/junho/ministerio-da-fazenda-lanca-sistema-de-gestao-de-apostas-de-quota-fixa>. Acesso em: 25 out. 2024.

MINISTÉRIO da Fazenda vai monitorar empresas de apostas e pode fazer inspeções *in loco*. *Gov.br/fazenda*, 1º ago. 2024b. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2024/agosto/ministerio-da-fazenda-vai-monitorar-empresas-de-apostas-e-pode-fazer-inspecoes-in-loco>. Acesso em: 2 out. 2024.

MP das apostas esportivas recebe 244 emendas. *Agência Senado*, 3 ago. 2023. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2023/08/03/mp-das-apostas-esportivas-recebe-244-emendas>. Acesso em: 7 nov. 2024.

NEVES, Rubia Carneiro. Revisão de categorias jurídicas e conceitos relacionados à estrutura e aos participantes do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). Slides da palestra ministrada na Disciplina “Novas fronteiras do Sistema Financeiro Nacional: um estudo do Pix, *Open Finance* e do Drex sob a ótica do desenho institucional do Sistema Financeiro Nacional, do Sistema de Pagamentos Brasileiro e da autonomia do Banco Central do Brasil”, lecionada no segundo semestre de 2024, na Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, pelos professores Leandro Novais e Silva e Rubia Carneiro Neves.

REGULAMENTAÇÃO da legislação de Bets torna atividade mais segura no Brasil. *gov.br/secom*, 30 set. 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/secom/pt-br/fatos/brasil-contrafake/noticias/2024/09/regulamentacao-da-legislacao-de-bets-torna-atividade-mais-segura-no-brasil>. Acesso em: 30 out. 2024.

ROMAN, Flávio José. Convergência digital nos meios de pagamentos: moeda, Pix, Real Digital e criptoativos em cooperação. In: NEVES. Rubia Carneiro (Coord.) *Novas Fronteiras do Sistema Financeiro Nacional*. Belo Horizonte: Expert, 2022. v. 1. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2023/02/Novas-fronteiras-do-sistema-financeiro-nacional.pdf>. Acesso em: 1º mar. 2025.

SALDAÑA, Nathalia. Governo acelera legalização de Bets diante de denúncias e projetos contra apostas. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 17 set.2024. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2024/09/apostas-viraram-problema-social-grave-e-governo-fara-pente-fino-para-regulamentar-medidas-diz-haddad.shtml>. Acesso em: 8 nov. 2024.

SPA e Coaf orientam empresas de apostas sobre comunicação de atividades suspeitas. *gov.br/fazenda*. 12 fev. 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2025/fevereiro/spa-e-coaf-orientam-empresas-de-apostas-sobre-comunicacao-de-atividades-suspeitas?form=MG0AV3>. Acesso em: 14 fev. 2025.

TORATTI, Laryssa. Apostadores usariam dinheiro gasto com bets para pagar contas, aponta pesquisa. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 3 set.2024. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2024/09/apostadores-usariam-dinheiro-gasto-com-bets-para-pagar-contas-aponta-pesquisa.shtml>. Acesso em: 14 fev. 2025.

CAPÍTULO 12

REGULAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRA EM PERSPECTIVA COMPARADA: DA REGULAÇÃO SETORIAL À REGULAÇÃO POR OBJETIVOS (*TWIN PEAKS*)

Marcos Paula de Oliveira Junior

Bacharel em Direito pela UFMG, com *minor* em Estudos Internacionais. Advogado na área de mercado de capitais, regulação financeira e fundos de investimento em São Paulo. Pesquisador em governança corporativa, análise econômica do direito e regulação nos mercados financeiro e de capitais.

SUMÁRIO: 1 Introdução. 2 Regulação e instituições: fundamentos públicos e privados da intermediação financeira. 3 Modelos institucionais de regulação financeira: a experiência brasileira e o debate internacional. 4 Novos vetores de transformação: complexidade sistêmica, arbitragem regulatória e reconfiguração institucional. 5 Intermediação, supervisão financeira e regulação prudencial: análise comparativa. 6 Conclusão. Referências.

Resumo

A independência formal relativamente recente do Banco Central do Brasil (BCB) e mudanças estruturais nos mercados financeiros desde a crise de 2008 criaram espaço de discussão sobre a possibilidade de revisão do modelo institucional de regulação do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Nesse contexto, o modelo *Twin Peaks* de edição de normas e supervisão do mercado financeira, baseado em uma estrutura dual fundada na separação entre as atividades regulatórias *ex ante* e as atividades de supervisão *ex post*, surge como uma alternativa aos modelos de regulação universal – em que há um único regulador geral, usualmente exercido por um banco central ou autoridade equivalente com competências abrangentes – ou aos modelos de regulação setorial – nos quais há múltiplos

reguladores, cada qual com competência sobre mercados específicos, em especial distinguindo-se os segmentos de bancos e pagamento, mercado de capitais, seguros e previdência. O racional por trás da estrutura do *Twin Peaks* é relativamente simples: uma agência cuidaria da regulação prudencial, ao passo que outra, da supervisão (*enforcement*) de conduta de mercado e proteção da poupança popular e do direito do consumidor. Nesse sentido, a regulação por objetivos funciona com “picos” distintos de atividade finalística de cada agência ou ente administrativo, realizando cada uma – edição de normas e supervisão – de maneira integrada entre as múltiplas atividades que envolvem a movimentação, intermediação e aplicação da poupança popular. A fim de oferecer reflexões iniciais sobre a possível adoção do *Twin Peaks* no Brasil, neste trabalho foram apresentados os modelos institucionais de regulação financeira setoriais adotados no País, em comparação com Austrália, Reino Unido e África do Sul, jurisdições tipicamente associadas à regulação dual, bem como na União Europeia em nível supranacional, e em Portugal, um de seus Estados-Membros. Nos países que seguem o *Twin Peaks* é comum a presença de um banco central com mandato sobre a política monetária, uma agência reguladora com foco em estabilidade prudencial e uma agência supervisora de condutas e proteção aos investidores. Mediante reflexões sobre as causas que levaram esses países a adotar o modelo dual baseado em regulação por objetivos, concluiu-se que, embora o modelo *Twin Peaks* represente um avanço significativo em termos de clareza de funções e foco regulatório, sua implementação exige adaptações legais e institucionais relevantes, bem como uma coordenação eficiente entre as autoridades envolvidas.

Palavras-chave: Regulação financeira. Direito Comparado. Sistema Financeiro Nacional. Mercado de capitais. Supervisão. Nova economia institucional. *Twin Peaks*.

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, o sistema financeiro¹ – nacional e internacional – passou por transformações significativas, impulsionadas por processos de desregulamentação, inovação financeira e integração de mercados. Tais mudanças, embora tenham ampliado a eficiência e a diversidade dos serviços financeiros, também intensificaram a complexidade das instituições e de suas atividades, aumentando os riscos de contágio e a probabilidade de crises sistêmicas. A crise financeira global de 2007-2008 evidenciou as fragilidades dos modelos regulatórios então vigentes em muitas jurisdições e ensejou diversas respostas de reguladores, levando diversos países a reavaliarem suas estruturas de supervisão financeira.

Conforme destaca Llewellyn (2006), no geral, os sistemas financeiros (indiferentemente do número de reguladores e da forma atribuição de competências) objetivam: **(i)** regulação prudencial, tendo em vista a estabilidade e segurança de instituições financeiras; **(ii)** estabilidade dos sistemas de pagamento; **(iii)** supervisão prudencial dos agentes de mercado; **(iv)** proteção ao consumidor e/ou investidores; **(v)** estabilidade sistêmica e manutenção de liquidez; **(vi)** evitar ou gerir a insolvência de agentes de mercado e **(vii)** intervenção para prevenção de crises e instabilidades generalizadas no sistema.

A forma de distribuição dessas funções, entretanto, pode ser objeto de arranjos múltiplos, os quais podem ir de uma única entidade até uma pluralidade de agências e/ou órgãos governamentais.

Nesse contexto, tem-se destacado o modelo regulatório conhecido como *Twin Peaks*, originalmente adotado na Austrália e posteriormente implementado em outras jurisdições, como Reino Unido e África do Sul, com suas características próprias. Esse modelo baseia-se na separação funcional em duas vertentes principais: a “regulação prudencial”, focada na solidez das instituições e na

1 Embora em certos contextos a expressão “sistema financeiro” possa ser usada para se referir apenas à atividade bancária, no contexto deste artigo ela será usada em sentido amplo.

estabilidade do sistema financeiro, e a “supervisão de conduta”, voltada para a proteção dos consumidores e a integridade dos mercados e de seus agentes operadores (Lastra, 2006).

Ao estabelecer dois “picos” (*peaks*) de regulação, o modelo busca evitar conflitos de interesses e sobreposições regulatórias, diferentemente dos modelos gerais de regulação setorial, separando agências com mandatos para normatizar e supervisionar mercados específicos – notadamente de bancos, mercado de capitais, seguros e previdência –, ou mesmo de regulação universal, na qual uma única instituição – usualmente um banco central – possui mandato para supervisionar todos os mercados de intermediação financeira em sentido amplo (Cunningham; Zaring, 2009).

A lógica subjacente ao *Twin Peaks* é que os objetivos de regulação prudencial – assegurar a solvência de instituições financeiras – e de conduta de mercado – garantir práticas justas e transparentes – são distintos o suficiente para justificar estruturas regulatórias independentes, com mandatos e competências próprias (Taylor, 2015).

O modelo de regulação financeira conhecido como *Twin Peaks* surgiu como uma resposta às limitações percebidas nos modelos regulatórios tradicionais, particularmente após crises financeiras que evidenciaram falhas na coordenação e na eficácia dos mecanismos de supervisão. Proposto inicialmente pelo economista australiano Michael Taylor em 1995, o modelo defende a separação institucional das funções regulatórias em dois picos (daí o nome “gêmeos”): um responsável pela estabilidade prudencial do sistema financeiro e outro focado na conduta de mercado e na proteção ao consumidor (Taylor, 1995).

Em última análise, os “picos” buscam espelhar, no plano funcional da organização institucional, a divisão clássica da teoria da regulação, em que a interferência indireta do Estado na economia pode ser dar por meio de atividades *ex ante* – de natureza preventiva e voltada para a definição dos padrões gerais de funcionamento dos mercados, endereçando falhas de mercado de maneira apriorística) e *ex post* – de natureza repressiva, voltada para a correção de estruturas

e práticas danosas aos mercados e aos consumidores, endereçando falhas de mercado a posteriori (Ogus, 1994).

Por outro lado, ainda que o conceito de *Twin Peaks* – inclusive em seu nome – seja iminentemente dual, há ainda um terceiro elemento institucional relevante na forma do papel remanescente a ser adotado pelos bancos centrais. Nesse tipo de arranjo institucional, a condução da **política monetária** fica concentrada nos respectivos bancos centrais, ainda que as atividades típicas de *direito econômico* (edição de normas e supervisão) sejam alocadas para agências especializadas, as quais podem ou não estar submetidas ou funcionalmente vinculadas à autoridade monetária.

Não obstante a adoção do modelo *Twin Peaks* reflita potencial mudança paradigmática na abordagem da regulação do mercado financeiro, abandonando modelos setoriais ou universais em favor de estrutura baseada em objetivos, tal mudança demanda desafios institucionais relevantes, exigindo revisão de marcos legais, redefinição de competências e fortalecimento da coordenação entre os órgãos reguladores.

Neste capítulo, foram apresentados os modelos institucionais de regulações setoriais adotada nos mercados do Brasil, em comparação com as alternativas contemporâneas adotadas na Austrália, no Reino Unido e na África, além de uma análise do modelo de supervisão União Europeia, com uma estrutura de regulação setorial em nível supranacional e análise do modelo em nível nacional de Portugal, um de seus Estados-Membros –, a fim de analisar os fundamentos, o funcionamento e os efeitos do modelo *Twin Peaks* de regulação do sistema financeiro, considerando sua aplicação em outras jurisdições e a possível adoção no Brasil.

A institucionalização da autonomia do Banco Central do Brasil (BCB) no plano normativo e político, por meio da Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021), tem ascendido o debate sobre o papel e o funcionamento do Sistema Financeiro Nacional (SFN) para a sociedade brasileira, especialmente como mecanismo de implementação de políticas públicas. Daí a relevância e pertinência, neste trabalho, de

precisamente oferecer insumos ao debate sobre o imaginário, e o “re-imaginário” das instituições no Brasil.

Além de estudar a estrutura institucional dos sistemas financeiros escolhidos, procurou-se refletir sobre os desafios que afetam as escolhas políticas acerca de como organizar, normativamente, a edição de normas para reger tais mercados e a sua supervisão. Com esse intuito, neste capítulo, foram explorados **(i)** os conceitos gerais de teoria da intermediação financeira e do olhar institucionalista da Nova Economia Institucional (NEI) como chave de análise; **(ii)** a conceitualização dos principais modelos institucionais aplicáveis (universal, setorial e por objetivos), bem como a diferenciação das atividades de edição de normas, supervisão e condução da política monetária; **(iii)** vetores, em perspectiva global, que vêm ensejando a transformação do(s) sistema(s) financeiro(s) e respostas regulatórias diversas, inclusive no plano do *design* institucional; e **(iv)** uma análise comparativa com outros jurisdições, analisando o funcionamento de suas estruturas de supervisão e regulação.

2 REGULAÇÃO E INSTITUIÇÕES: FUNDAMENTOS PÚBLICOS E PRIVADOS DA INTERMEDIAÇÃO FINANCEIRA

A relação entre direito e mercado é, no mínimo, tênue. Embora o sistema jurídico represente um aparato de normas e instituições, a produção normativa e os agentes produtores e/ou executores dessas normas não atuam num vácuo, mas, necessariamente, sob realidade material formada por sistemas múltiplos – econômicos, sociais ou políticos (Luhmann, 2009). A ideia de “mercado financeiro” relaciona-se à ideia de relações econômicas, em que os agentes produzem, movimentam e negociam recursos econômicos denominados em moeda. Por outro lado, os mercados não são anárquicos; pelo contrário, funcionam com base em regras que podem ora ser **formais**, como o direito, ou **informais**, por decorrerem dos costumes de seus agentes.

Com efeito, é impossível desassociar o funcionamento dos mercados das regras jurídicas que o formatam (Pistor, 2019).

Na esteira da NEI, em especial apresentada no trabalho de North (1991), a relação entre Direito e Economia (*Law and Economics*) se coloca como um esforço crítico de se pensar a forma como as instituições modulam o comportamento dos agentes, criando **incentivos e desincentivos**, gerando efeitos que podem ser mais ou menos eficientes ou, no mínimo, afetar ganhos (ou perdas) de bem-estar social e eficácia na alocação de recursos.

A NEI busca compreender como as **instituições** (as “regras do jogo” da vida social) moldam o comportamento dos agentes econômicos e afetam o desempenho dos mercados. No contexto dos **mercados financeiros e de capitais**, a NEI fornece um arcabouço teórico poderoso para analisar a interação entre **agentes privados e instituições públicas**, com ênfase na importância da regulação e do direito como mecanismos de redução de incertezas, mitigação de riscos e promoção de eficiência econômica (Williamson, 1985).

Embora seja necessário entender o tema sob o olhar das lentes do Direito e Economia, é indubitável reconhecer um elemento social típico da evolução de cada instituição e do sistema sociopolítico em que se insere. Assim, há tanto um **elemento histórico** – revelado pelos processos contingentes de formação das instituições – quanto um *elemento político* – as motivações e interesses de agentes públicos e privados em relação à determinação de tais regras do jogo.

O(s) sistema(s) financeiro(s) não (é) (são) diferente(s).

Nessa toada, a intermediação de recursos financeiros aparece como um processo central no funcionamento dos mercados financeiros, desempenhando papel crucial na alocação de recursos e na facilitação do fluxo de capital entre agentes superavitários e deficitários (Fichter, 2020). O conceito de intermediação financeira refere-se à atuação de instituições que captam recursos de investidores e depositários com excesso de poupança – agentes superavitários – e os direcionam para aqueles que necessitam de financiamento – agentes deficitários (Mishkin, 2014).

A relação entre agentes públicos e privados no contexto da regulação financeira é caracterizada por uma combinação de **(i)** intervenção estatal para corrigir falhas de mercado e promover segurança jurídica que tutele e defina direitos de propriedades, **(ii) participação dos agentes privados** na conformação de normas, via autorregulação supervisionada ou mecanismos de consulta pública e **(iii)** estipulação de obrigações específicas para os participantes, com especial enfoque em seus deveres fiduciários (Braithwaite, 2008).

Essa confluência de elementos coloca a atividade de regulação em uma linha tênue de proximidade com a iniciativa privada e, portanto, as relações econômicas entre particulares regidas pelos princípios gerais do direito civil e comercial, e a supervisão pública, e, conseqüentemente, as limitações à liberdade privada de contratar inerentes do direito público (Pistor, 2009).

Se, por um lado, o direito privado fornece a base normativa para os negócios jurídicos típicos dos mercados financeiros – como a oferta de crédito, a captação de investimentos, a transferência de riscos e o acesso à poupança popular –, bem como para o exercício de direitos de propriedade em relações econômicas horizontais, por outro, o direito público estabelece limites, deveres e controles com base no interesse público, na proteção dos investidores e na estabilidade do sistema financeiro (Cioffi, 2010).

Não sem razão, a regulação coloca particular ênfase nos sujeitos, objetos e relações em um dado mercado.

No geral, a literatura acadêmica e a atividade normativa de governos e agências tendem a dedicar sua atenção: **(i)** aos **agentes de mercado** – notadamente bancos comerciais, bancos de investimento, fundos de investimento e de pensão, companhias abertas, seguradoras e resseguradoras, e a uma gama ampla de plataformas, distribuidores e corretores; **(ii)** aos **produtos e serviços** por eles ofertados – como serviços financeiros e de pagamento, valores mobiliários ou contratos de seguros; e **(iii)** à **forma como esses agentes se comportam** entre si – para fins de defesa concorrencial – e em relação aos seus usuários e/ou investidores – para fins de defesa do consumidor e da poupança

popular –, seja por meio de condutas e negócios lícitos ou ilícitos (Yazbek, 2009).

Por outro lado, menos atenção é dada à forma como as instituições de fundo, isto é, os reguladores, os quais se colocam como a primeira camada institucional em um dado sistema financeiro, ditam o *framework* normativo sobre o qual as outras relações são possíveis, criando as “regras do jogo”. É dizer, se um mercado pode ser pensado como um campo de interações entre agentes à luz das regras do jogo que ditam as interações desses agentes, especial atenção pode ser dada às instituições que formatam essas mesmas regras (Llewellyn, 2009).

Nesse compasso, tratar da arquitetura das instituições é diferente de lidar com a regulação e a supervisão propriamente empreendida por essas mesmas instituições na casuística da atuação dos agentes, da celebração de negócios e da oferta de serviços e produtos sujeitos à sua competência; trata-se, pois, de um esforço de analisar modelos administrativos de intervenção do Estado nos mercados e o arcabouço de instituições que podem vir a ser empregadas e ater-se – não necessariamente – à análise de normativos regulatórios específicos.

Na análise realizada buscou-se evidenciar que o funcionamento dos mercados financeiros e de capitais não pode ser compreendido sem considerar a arquitetura institucional que os sustenta (Huang; Schoenmaker, 2015). Com base na NEI, admite-se que o direito, em sua dimensão pública e privada, não apenas regula as relações econômicas, mas estrutura as condições dessas interações (Roe, 1991). As normas jurídicas, formais ou informais, moldam incentivos, condicionam comportamentos e estabelecem limites à atuação dos agentes, sendo o ponto de contato inevitável entre as dinâmicas econômicas e os arranjos sociais e políticos em que estão inseridas (North, 1990).

A crítica que emerge, contudo, é a de que a atenção excessiva a produtos, agentes e condutas específicas obscurece o papel fundacional das próprias instituições reguladoras na teoria da regulação, uma vez que são elas as competentes por conformar a própria atuação dos mercados, delimitando as fronteiras da “regra do jogo”. Reconhecer a centralidade das instituições que moldam

as regras do jogo é essencial para qualquer análise crítica que pretenda compreender e, eventualmente, transformar, o(s) sistema(s) financeiro(s) contemporâneo(s).

Nesse contexto de “re-imaginação institucional”, a regulação por objetivos vem ganhando tração nas últimas duas décadas, com novas jurisdições adaptando seus regimes ou lançando discussões de políticas públicas para avaliar a viabilidades desse sistema, como se verá na sequência.

3 MODELOS INSTITUCIONAIS DE REGULAÇÃO FINANCEIRA: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA E O DEBATE INTERNACIONAL

Em sua configuração atual, o Brasil possui quatro grandes reguladores no sistema financeiro, divididos conforme sua especialização em submercados específicos: **(i)** o BCB, responsável pelo segmento bancário e atividade de movimentação profissional de recursos financeiros em sentido estrito; **(ii)** a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com mandato de supervisão e fiscalização sobre o mercado de valores mobiliários; **(iii)** a Superintendência de Seguros Privados (Susep), a autoridade do mercado securitário e do de previdência aberta; e **(iv)** a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), com um mandato residual sobre o mercado de previdência complementar fechada.

Ainda que a especialização setorial como critério de organização da atividade regulatória e das instituições competentes seja comum na experiência internacional, ela não é um modelo universal (Taylor, 2009).

De fato, podem ser apontadas três grandes famílias de modelos institucionais de regulação financeira: **(i)** os **modelos únicos** ou “universais”, onde há um único regulador do mercado de movimentação profissional de recursos financeiros com mandato para atuar em todas as formas de atividades e de instituições financeiras com ela envolvidas; **(ii)** os **modelos duais ou de regulação por objetivos**,

também chamados *Twin Peaks*, em que há divisão de competências por objetivos nos quais uma autoridade concentra as atividades de regulação prudencial e outra as atividades de supervisão; e **(iii)** os **modelos múltiplos** ou de **regulação setorial**, tal qual o brasileiro, em que diversos reguladores cuidam de submercados específicos com algum nível de competência concorrente (Melo Filho, 2018).

Do ponto de vista histórico, o processo brasileiro de desenvolvimento institucional evoluiu de um modelo de regulação universal, em que o BCB e as autoridades que historicamente o antecederam, como o Banco do Brasil e a SUMOC, eram as autoridades responsáveis pela normatização de diferentes mercados – securitário, mercado de capitais e serviços financeiros – para um modelo múltiplo de regulação setorial, em especial com a criação da Susep pelo Decreto-Lei n. 73/1966 (Brasil, 1966), da CVM pela Lei n. 6.385/1976 (Brasil, 1976) e da Previc, pela Lei n. 12.154/2009 (Brasil, 2009), as quais foram absorvendo competências e mandatos originalmente outorgados ao BCB (Neves, 2018).

É importante notar que a evolução desse modelo de regulação e arranjo institucional não é uniforme, tampouco é resultado de uma única grande reforma estrutural *top-down* com vista a implementar um “*design* institucional” específico, mas um longo processo de acomodação motivado por fatores preponderantemente políticos e circunstanciais, capazes de trazer cada qual uma trajetória de dependência – *path dependence* (Pierson, 2000).

De fato, a história das instituições supervisoras do SFN revela um processo lento de acomodação institucional, em que necessidades específicas, interesses setoriais, conjunturas políticas, ciclos econômicos e mesmo influências de outras jurisdições – e, por vezes, até mesmo transplantes jurídicos – modelaram e modelam ainda hoje a forma como atividades de intermediação, acesso à poupança popular, aplicação de recursos e alocação de riscos são regidas no País. Isso porque, com frequência, a organização de mercado e o tipo de negócios praticados por agentes privados mudam mais rápido do que as normas, forçando o ordenamento jurídico a se conformar,

na maior parte do tempo, a *posteriori* ao surgimento das realidades socioeconômicas que busca normatizar.

Por outro lado, o olhar do direito comparado nos revela que a evolução do Direito brasileiro não era, e ainda não é, um caminho único. Nesse sentido, embora a regulação por setores seja o modelo mais comum dentre as principais economias, o modelo *Twin Peaks*, hoje adotado no Reino Unido, África do Sul, Austrália, Holanda e França, chama atenção ao se basear não numa divisão de competências com base na especialização setorial, mas numa especialização que se baseia nos objetivos da regulação do mercado financeiro (Godwin; Kourabas; Ramsay, 2016).

Com efeito, no modelo de regulação por objetivos há uma divisão entre as **atividades prudenciais** – ligadas ao funcionamento dos mercados financeiro, de capitais e securitários e a seus impactos sistêmicos e de estabilidade da atividade econômica e monetária) – e as **atividades de supervisão** – ligadas à repressão de ilícitos e a imposição de regras de conduta, com especial foco na proteção ao consumidor e aos investidores (Wymeersch, 2007).

Nota-se que em ambos os casos, na regulação por setores e na regulação por objetivos, há uma divisão de competências entre mais de uma entidade com autoridade regulatória, contudo o critério para tal divisão não é igual entre elas.

Enquanto a regulação por setor ganha força pela sua capacidade de lidar com as necessidades específicas de cada mercado “agrupando alta especialização funcional em um dado regulador”, a regulação por objetivos se destaca por sua capacidade de enfrentar uma realidade econômica cada vez mais complexa de maneira holística e transversal “agrupando atividades similares (normativas ou de supervisão) dentro de um mesmo regulador” (Godwin; Kourabas; Ramsay, 2021).

Do ponto de vista de teoria da regulação econômica, tal estrutura pode ser interpretada como uma racionalização funcional da separação entre atividades *ex ante* e *ex post* de intervenção do Estado na economia (Baldwin; Cave; Lodge, 2012).

Se a intervenção **direta** do Estado pressupõe o exercício da atividade econômica por meio de instituições estatais, em especial, por empresas e bancos públicos ou, ainda, em razão da exploração soberana de monopólios – naturais ou decorrentes de reserva de lei – e, portanto, se concretiza de maneira **positiva**, a intervenção **indireta** do Estado se dá pela via do direito regulatório e do direito antitruste, ao definir limitações ao direito de propriedade e à livre iniciativa dos agentes, por meio de regras que definem espaços **negativos** de licitude e ilicitude, criando um espaço institucional e normativo de coordenação dos agentes econômicos privados (Jayasuriya, 2001).

Com efeito, embora sejam ambas formas de intervenção indireta na economia, a distinção entre os enfoques *ex ante* e *ex post* diz respeito, antes de tudo, ao momento e à natureza da intervenção indireta do Estado sobre a atividade econômica (Ogus, 1994).

A regulação *ex ante* ocorre de forma **preventiva**, antes que a atividade econômica ou conduta regulada se concretize. Seu objetivo é evitar falhas de mercado, proteger consumidores, preservar a concorrência e mitigar riscos sistêmicos. Isso se dá, por exemplo, por meio da imposição de requisitos de entrada no mercado, limites regulatórios, regras de conduta, metodologias tarifárias ou normas de *compliance* (Kolstad; Ulen; Johnson, 1994).

Por outro lado, a supervisão *ex post* é de natureza **corretiva** e **punitiva** e atua após a ocorrência de uma conduta ou evento danoso. Ela busca remediar infrações, punir condutas abusivas ou ilegais e dissuadir práticas futuras lesivas ao interesse público ou à ordem econômica. É o caso, por exemplo, da atuação de autoridades antitruste diante de cartéis ou abusos de posição dominante, ou da imposição de sanções a empresas que descumpram normas de proteção ao consumidor (Kolstad; Ulen; Johnson, 1994).

Dessa forma, no modelo *Twin Peaks*, ao se separar institucionalmente as funções de regulação prudencial – voltada para a solvência e estabilidade sistêmica – e de supervisão de mercado – focada na proteção do consumidor e integridade dos mercados –, permite uma articulação estratégica entre abordagens *ex ante* e *ex post*.

A autoridade prudencial, o primeiro “pico”, tende a adotar uma regulação *ex ante*, com regras e controles prévios voltados para a prevenção de riscos financeiros sistêmicos, como exigências de capital mínimo, limites de exposição e testes de estresse. Já a autoridade de condutas, o segundo “pico”, atua frequentemente de forma *ex post*, apurando e sancionando condutas lesivas, abusivas ou fraudulentas que já tenham ocorrido no mercado.

Essa segmentação funcional, a seu turno, também evidencia a diferença entre a **produção de normas abstratas e gerais** – mais associada à atividade *ex ante* –, e a **supervisão** que se traduz na aplicação concreta dessas normas a agentes específicos, com possibilidade de intervenção corretiva, sancionadora e mesmo judicante – mais associada à atividade *ex post*.

Diferentemente da separação entre edição de normas e supervisão das atividades envolvidas com a movimentação profissional de recursos financeiros sob o prisma do modelo *Twin Peaks*, que segmenta a supervisão de instituições com base em riscos prudenciais e de conduta, como problemas essencialmente de **direito econômico** e ligados a questões **microeconômicas** do funcionamento de mercados específicos e seus agentes regulados (Forgioni, 2024), a implementação da **política monetária** pelos bancos centrais, como um problema de tutela soberana dos meios de troca, segue uma lógica distinta, orientada por objetivos **macroeconômicos**, como o controle da inflação, a estabilidade da moeda e, em alguns casos, o pleno emprego (Blinder, 1998).

Compreender as diferenças entre essas funções no nível abstrato é extremamente útil no plano prático quando se avaliam – e **se criticam** – as atividades efetivamente exercidas pelos reguladores.

No Brasil é comum se pensar – e os materiais oficiais do BCB seguem essa linha – a organização do SFN com base em uma divisão entre **(i)** “reguladores normativos” (CMN, CNSP e CNPC), **(ii)** “agentes supervisores” (BCB, CVM, Susep e Previc) e **(iii)** “agentes regulados” – instituições financeiras e de pagamento, bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros, seguradoras, resseguradoras, sociedades

de capitalização, entidades abertas de previdência complementar e entidades fechadas de previdência complementar (BCB, 2023).

Contudo, esse modelo esquemático não captura nuances importantes: **(a)** os “reguladores normativos” assumem também uma função também política do sistema ao ditarem normas gerais, **(b)** os “agentes supervisores” na prática exercem atividades de edição de normas, fiscalização, supervisão e atuação judicante, **(c)** os “agentes regulados”, além de agentes econômicos com interesses políticos capazes de influenciar a atividade institucional, eles mesmos produzem em seus nichos específicos de atuação diversas normas de natureza autorregulatória, **(d)** além de ignorar o papel do CRSFN como instância judicante adicional para fins de atividade administrativo-sancionatória ou mesmo dos ministérios na definição da política econômica, micro e macro, apenas para citar poucos exemplos.

Dessa forma, uma crítica à organização institucional, como qualquer crítica, deve ser capaz de perceber tanto as contradições de seu objetivo como suas potências. Nesse sentido, nas próximas seções investigam-se razões, transnacionais e locais, que justificam uma “reimaginação institucional”.

4 NOVOS VETORES DE TRANSFORMAÇÃO: COMPLEXIDADE SISTÊMICA, ARBITRAGEM REGULATÓRIA E RECONFIGURAÇÃO INSTITUCIONAL

Em nível internacional, o ímpeto de reavaliação das instituições ganhou força, principalmente, a partir da crise financeira de 2008, a qual expôs falhas estruturais na estabilidade dos sistemas financeiros dos EUA e dos Estados-Membros da União Europeia (Armour, 2016). Isso, especialmente em um contexto em que objetos envolvendo a movimentação de recursos financeiros se tornaram cada vez mais complexos e em que agentes passaram a atuar em diversos setores ao mesmo tempo, em razão da emergência de grandes conglomerados financeiros com verticais atuação em diferentes setores, exposições cruzadas e oferta de produtos híbridos (Acharya *et al.*, 2010).

Nesse sentido, as principais razões para a adoção do modelo *Twin Peaks* parecem ser **(i)** a liberalização e globalização financeira, permitindo mais mobilidade diante dos fluxos internacionais de capitais promovido por grandes agentes transnacionais, **(ii)** a proliferação de produtos de finanças estruturadas (*structured finance*), permitindo a criação de arranjos financeiros complexos e híbridos, combinando elementos regulados e não regulados e de segmentos distintos, **(iii)** a consolidação da indústria, com a formação de grandes conglomerados atuantes em múltiplas frentes e de forma vertical; **(iv)** a ascensão de grandes “investidores institucionais” (especialmente fundos de investimento, fundos de pensão e seguradoras), os quais assumem um papel maior de protagonismo nos processos de alocação de risco e de capitais por meio da sua grande capacidade de investimento e **(v)** o *shadow banking*, por meio do qual cada vez mais instituições não reguladas se tornam centros importantes da oferta de crédito, empregando arranjos complexos e negócios jurídicos indiretos que os colocam em zonas cinzentas da regulação (Godwin; Kourabas; Ramsay, 2016).

A crise demonstrou que, apesar da existência de um arcabouço regulatório robusto em muitos países, os mecanismos de supervisão eram falhos ou ineficazes. Faltava coordenação entre autoridades setoriais – bancos, seguradoras, mercados de capitais –, havia lacunas na identificação de riscos sistêmicos e, sobretudo, uma incapacidade de reagir a tempo a sinais de alavancagem excessiva e práticas imprudentes (Llewellyn, 2011).

Diante desse contexto, a reforma dos arranjos institucionais de supervisão tornou-se prioritária, levando à busca por modelos que assegurassem clareza de mandato, especialização técnica e melhor capacidade de resposta. É nesse contexto que o modelo *Twin Peaks* se consolidou como uma alternativa atrativa.

Em última análise, as reformas rumo ao modelo *Twin Peaks* em diversas jurisdições buscaram melhor adequar a realidade em transformação dos mercados financeiros globais nas últimas décadas, a qual pode ser compreendida, como mencionado, por meio de cinco

grandes vetores estruturais, inter-relacionados e com implicações profundas para o direito e a regulação. Esses vetores representam não apenas mudanças técnicas ou funcionais, mas evidenciam um deslocamento institucional mais amplo, com impactos sobre soberania regulatória, estabilidade sistêmica e distribuição de poder econômico (Godwin; Kourabas; Ramsay, 2016).

Primeiramente, a liberalização econômica e a globalização dos negócios permitiram uma crescente mobilidade dos fluxos de capitais internacionais, facilitada pela remoção de controles de capital, avanços tecnológicos e pela adoção generalizada de políticas de abertura dos mercados a partir da década 1980 (Stockhammer, 2010). A consequência dessa liberalização foi a intensificação da volatilidade do movimento de capitais, o fortalecimento de grandes *players* transnacionais e a crescente dificuldade dos Estados em exercer um controle normativo eficaz sobre o sistema financeiro global, paulatinamente mais financeirizado (Palley, 2007).

A remoção de controles de capital, a flexibilização cambial e a abertura das economias aos fluxos internacionais de investimento ampliaram significativamente a mobilidade dos capitais (Gabel, 2003). Além disso, ao permitir maior mobilidade entre jurisdições com diferentes regimes cambiais, regulatórios e tributários, criou-se uma lógica de arbitragem regulatória e tributária, em que agentes buscam os ambientes mais permissivos ou vantajosos para operar, muitas vezes à custa da eficácia normativa doméstica (Avsar, 2015). Para as autoridades reguladoras, o desafio passa a ser duplo: de um lado, lidar com estruturas cada vez mais complexas e opacas; de outro, coordenar respostas regulatórias com outras jurisdições em um cenário de soberanias sobrepostas, interesses divergentes e assimetrias de poder institucional (Rodrik, 2011).

Indo além, a emergência das finanças estruturadas como uma classe relevante de ativos representou uma mudança paradigmática no modo como o risco é alocado, transferido e precificado nos mercados financeiros globais. Estruturas de securitização sintética possibilitaram uma dispersão técnica do risco por meio da criação de

instrumentos derivados que se afastam de ativos subjacentes finais objetos da securitização (União Europeia, 2020).

A emergência desse tipo de produto financeiro desafia os limites tradicionais da regulação que, historicamente, separava os domínios bancário, securitário e de mercado de capitais, exigindo reconfiguração das abordagens regulatórias tradicionais baseadas em clara segmentação institucional e normativa que está na raiz da crise financeira de 2008 (Gorton, 2009).

Em terceiro lugar, a consolidação do mercado financeiro, tanto em escala global quanto nacional, tem redefinido a arquitetura do sistema financeiro e ampliado significativamente os desafios regulatórios. A formação de conglomerados financeiros que integram atividades bancárias, securitárias, de gestão de ativos e corretagem sob o mesmo guarda-chuva corporativo intensifica os riscos sistêmicos (FSB, 2010).

No Brasil, o processo de consolidação financeira se acelerou especialmente a partir da década de 1990, com a reestruturação do sistema bancário após o Plano Real e, posteriormente, com a onda de fusões e aquisições que marcou a década de 2000 (Xavier; Turolla, 2007).

Segundo dados do *Relatório de Estabilidade Financeira* do BCB (2025) embora em tendência de queda, os quatro maiores conglomerados bancários do País respondiam cerca de 57,9% do mercado de negócios de crédito no País, além de os cinco maiores bancos possuírem uma participação de mercado de aproximadamente 85%, evidenciando um grau elevado de concentração. Esse cenário tem implicações tanto para a estabilidade do sistema quanto para o fomento à concorrência e a inovação.

Essa consolidação impõe uma crescente complexidade à regulação prudencial e à supervisão comportamental, exigindo abordagens integradas que consigam mapear os riscos transversais entre diferentes verticais de negócio. O modelo tradicional de supervisão baseada em instituições isoladas torna-se insuficiente diante das estruturas organizacionais com múltiplas entidades, cada

qual sujeita a regimes regulatórios distintos, mas com atividades interligadas por contratos intragrupo ou integração entre as formas de fornecimento de produtos, serviços e plataformas.

Além disso, a ascensão dos investidores institucionais – como fundos de pensão, fundos mútuos, seguradoras e, mais recentemente, fundos soberanos e gestores de ativos globais – representa uma das transformações mais significativas no capitalismo financeiro das últimas décadas. A partir da década de 1980, impulsionados por processos de desregulamentação, liberalização das carteiras de investimento e envelhecimento populacional em economias desenvolvidas, esses atores passaram a deter uma parcela crescente dos ativos financeiros globais. Seu crescimento não apenas ampliou o volume de recursos sob gestão, mas também lhes conferiu poder estrutural nos mercados, dada sua capacidade de influenciar preços de ativos, estratégias empresariais e políticas públicas por meio de seu comportamento de alocação de capital (Oliveira Junior, 2024).

Essa concentração de poder financeiro em poucas mãos, principalmente em grandes fundos de pensão, fundos soberanos e seguradoras, tem implicações profundas para as economias nacionais e a governança corporativa. A influência desses investidores vai além da simples alocação de capital; ela se estende à definição de estratégias corporativas, como fusões e aquisições, e até mesmo à formulação de políticas públicas, dada a sua capacidade de mobilizar grandes volumes de capital e o *soft power* indireto que isso lhes gera (Oliveira Junior, 2024).

Por fim, tem-se o *shadow banking*, conceito que surge para descrever a atuação de instituições e agentes que atuam com a prestação de serviços de movimentação profissional de recursos financeiros não bancários na concessão de crédito e na criação de liquidez. Esses arranjos, que incluem fundos de crédito privado, prestadores de serviços de securitização, *fintechs* e outras categorias jurídicas fora do perímetro regulatório tradicional, desafiam a capacidade das autoridades de monitorar o sistema de forma efetiva (Seru, 2019).

Atuando com estruturas jurídicas complexas, contratos indiretos e localização institucional ambígua, o *shadow banking* ocupa uma “zona cinzenta” onde a opacidade e a fragmentação dificultam a aplicação e a execução das normas. No geral, essas entidades replicam funções bancárias sem estarem sujeitas ao mesmo grau de supervisão prudencial, criando formas de risco sistêmico.

Essas entidades, atuando em um ambiente regulatório mais flexível, têm se destacado como intermediárias não bancárias de recursos financeiros, também chamadas *non-banking financial intermediaries* (NBFIs), oferecendo desde empréstimos e investimentos até serviços de pagamento e crédito digital (Aramonte; Schrimpf; Shin, 2021).

A transformação dos mercados financeiros globais – impulsionada pelos vetores de liberalização dos mercados, finanças estruturadas, consolidação do mercado financeiro, ascensão dos investidores institucionais e o fenômeno do *shadow banking* –, portanto, evidencia a necessidade de uma reflexão profunda sobre o papel das instituições reguladoras e o impacto das dinâmicas de poder econômico na regulação do sistema financeiro. O direito, em sua intersecção com o direito privado, o público e o regulatório, precisa se adaptar a esses novos desafios, que exigem uma compreensão mais ampla das interações entre diferentes setores econômicos e a complexidade das estruturas financeiras contemporâneas.

Diante desse cenário, é cada vez mais evidente que diversos Estados estão sendo motivados a repensar a forma como regulam e supervisionam os mercados financeiros, especialmente em um contexto de interconexões negociais e novas formas de arbitragem regulatória.

A integração da regulação entre diferentes jurisdições e a adaptação das normas para tratar das complexidades do mercado financeiro globalizado e altamente interdependente são essenciais para garantir a estabilidade e a transparência. No Brasil, isso implica maior harmonização entre os entes reguladores e abordagem holística, capaz de mitigar os riscos sistêmicos sem restringir o dinamismo do

mercado, refletindo, assim, a necessidade de um novo paradigma de governança financeira que vá além da fragmentação setorial tradicional.

5 NOTAS SOBRE O CONTEXTO BRASILEIROS E RAZÕES PARA REFORMA

A definição jurídica de instituição financeira no Brasil está prevista no art. 17 da Lei n. 4.595/1964 (Brasil, 1964), segundo a qual são consideradas instituições financeiras as pessoas jurídicas, públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, bem como a custódia de valores pertencentes a terceiros. Essa conceituação ampla também alcança entidades que atuam com compra e venda de moeda estrangeira, ouro e valores mobiliários, evidenciando um esforço legislativo de abrangência funcional no Sistema Financeiro Nacional (Salomão Neto, 2014).

Essa amplitude conceitual tem sido alvo de críticas por parte da doutrina, sobretudo pela imprecisão e generalidade dos termos empregados, como “atividade acessória” e “aplicação de recursos”, que podem englobar uma gama indefinida de atividades empresariais. Tal formulação, embora flexível, compromete a segurança jurídica e gera dificuldades no enquadramento regulatório de novos agentes, como *fintechs* e plataformas de criptoativos, que realizam funções similares às instituições financeiras tradicionais, mas muitas vezes não se enquadram formalmente na definição legal. Além disso, a sobreposição entre essa definição e a das instituições do mercado de capitais, reguladas pela Lei n. 6.385/1976 (Brasil, 1976) e sob a supervisão da CVM, pode provocar conflitos de competência entre os órgãos reguladores.

A CVM, ao reconhecer por exemplo a oferta pública de Cédulas de Crédito Bancário (CCBs) atrairiam uma caracterização aproximada

ao dos valores mobiliários em decisões pontuais – como na deliberação relacionada ao caso Banco Cruzeiro do Sul (PAS RJ2011/11.593) – contribuiu para uma discussão importante na regulação do mercado financeiro brasileiro: a crescente dificuldade de se traçar uma linha clara entre a atividade bancária tradicional e o mercado de capitais (Melo Filho, 2018, p. 16-17).

Essa interpretação da CVM reflete uma abordagem funcionalista que prioriza a finalidade e a estrutura econômica da atividade em vez da natureza formal do emissor ou do título. Ao qualificar certos instrumentos bancários como dotados de características de valores mobiliários, a CVM buscou proteger investidores e garantir a incidência do regime informacional previsto na Lei n. 6.385/1976, inclusive quanto à necessidade de registro e deveres fiduciários. Essa decisão revela, por outro lado, a zona cinzenta entre o sistema bancário e o mercado de capitais. Este último integra o mercado financeiro brasileiro e desde 1976 é supervisionado por autoridades distintas (BCB e CVM) (Yazbek, 2009).

Em sentido análogo, os certificados de depósitos bancários (CDBs) são instrumentos típicos de captação bancária, regulados pelo BCB e emitidos exclusivamente por instituições financeiras autorizadas. Quando esses títulos, no entanto, passam a ser amplamente ofertados no varejo, com intermediação de plataformas de investimento, negociação ativa e estratégias voltadas para a captação pulverizada de investidores – e não apenas à gestão de passivos bancários –, aproximam-se funcional e economicamente dos valores mobiliários, principalmente dos títulos de dívida privada ofertados no mercado de capitais.

Essa ambiguidade também coloca em xeque a própria definição jurídica de **valor mobiliário** no Brasil, que, embora seja exemplificativa e aberta – art. 2º da Lei n. 6.385/1976 (Brasil, 1976) –, não consegue acompanhar com precisão a diversidade de instrumentos híbridos que emergem no sistema financeiro contemporâneo (Mattos Filho, 1985).

Além do CDB, o crescimento e a popularização de uma ampla gama de instrumentos de renda fixa – como os Certificados de Recebíveis

Imobiliários (CRI), Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e Letras de Crédito do Agronegócio (LCA) – tornam o quadro ainda mais desafiador para a regulação e supervisão no Brasil. A análise desses certificados e letras de crédito, como instrumentos de securitização, é interessante e reforça a dificuldade de criar uma separação entre a atividade bancária e de mercado de capitais, já que tais títulos possuem naturezas similares, especialmente em relação aos seus ativos subjacentes (*underlying*) diferenciando-se, sobretudo, pelo regime jurídico de seus emissores.

Negócios celebrados com esses objetos de modo frequente por instituições financeiras e distribuídas por plataformas de investimento, oferecem rendimentos atrativos e, em muitos casos, têm como apelo o tratamento fiscal favorável para o investidor pessoa física e, quando emitidos por instituições associadas ao SFN, a cobertura do Fundo Garantidor de Créditos (FGC). Essa integração de elementos típicos do mercado de capitais às atividades tradicionalmente bancárias, no entanto, acaba por diluir as fronteiras entre regulação prudencial e regulação de conduta, ampliando riscos potenciais para o sistema e para o investidor não profissional. A distinção à princípio clara e estável entre produto bancário e valor mobiliário, tão presente no arranjo tradicional, torna-se cada vez menos evidente.

Nesses casos, não raro o investidor passa a lidar com uma lógica de risco-retorno e uma dinâmica de oferta mais próximas ao mercado de capitais do que ao modelo tradicional de poupança e depósito. Tal cenário evidencia a importância de uma regulação e supervisão mais integradas e adaptadas às mudanças estruturais do sistema financeiro, especialmente considerando que muitos desses instrumentos entram no guarda-chuva do FGC e, assim, tornam-se indiretamente uma preocupação para a estabilidade de todo o sistema.

À luz dessa transformação, uma estrutura inspirada no modelo *Twin Peaks* poderia representar uma alternativa eficaz para o Brasil, ao estabelecer uma divisão clara e coordenada entre uma autoridade de regulação prudencial e outra de supervisão de conduta e defesa do investidor, considerando todas as especificidades e riscos do

sistema atual. Dessa maneira, poderia oferecer uma regulação e uma supervisão alinhadas à realidade das atividades híbridas e às mudanças no padrão de captação e investimento no País, promovendo maior eficiência, previsibilidade e proteção ao sistema financeiro e aos consumidores e investidores (Fisch, 2010).

6 INTERMEDIÇÃO, SUPERVISÃO FINANCEIRA E REGULAÇÃO PRUDENCIAL: ANÁLISE COMPARATIVA

Com base no exposto nas seções anteriores, o objetivo com o texto agora é abordar, com base no olhar do direito comparado, a organização institucional de outras jurisdições, bem como explorar conceitos assessórios que ajudem a delimitações dos conceitos que se passa a analisar.

A eficiência do sistema financeiro depende, no entanto, da edição de normas adequadas e da supervisão das instituições financeiras. A falta de transparência, a assimetria de informações ou a ausência de uma regulação efetiva podem resultar em falhas de mercado, como crises financeiras ou alocação ineficiente de recursos. É fundamental, portanto, que os sistemas financeiros sejam bem regulados, aí incluída a eficiente supervisão para garantir que cumpram sua função de promover a estabilidade e o desenvolvimento econômico (Allen; Santomero, 1997).

Assim, além das funções básicas de intermediação, a qual se desdobra na regulação dos agentes que podem ofertar serviços de movimentação de recursos financeiros e estruturas de investimento e poupança e na supervisão de sua conduta, especialmente na proteção aos usuários do sistema, há todo um grupo de atividades relacionadas à estabilidade geral do sistema e da moeda (Carnell; Macey; Miller, 2013).

Com efeito, a política monetária refere-se ao conjunto de ações tomadas por uma autoridade monetária, geralmente os **bancos centrais**, com o objetivo de controlar a oferta de moeda e a taxa de juros

de uma economia. A principal meta da política monetária é garantir a **estabilidade dos preços** (controle da inflação), embora também possa ter como objetivos secundários o **crescimento econômico**, o **pleno emprego** e a **estabilidade do sistema financeiro** (Mishkin, 2019).

Outra questão relevante refere-se ao papel que os bancos centrais devem ocupar nesses arranjos. Aqui, mais uma vez é importante não assumir que estruturas tipicamente brasileiras são de alguma forma universais. No caso brasileiro, é inquestionável a centralidade do BCB e seu acúmulo de funções, especialmente porque concentra a implementação da política monetária, cambial e de juros, bem como a edição de normas de caráter prudencial para reger os agentes que atuam no mercado, especialmente das instituições financeiras, instituições de pagamento e das demais instituições equiparadas, e, também, a supervisão da conduta dos seus regulados e o inerente exercício do poder de polícia (Neves, 2018).

Naturalmente, há uma certa limitação no escopo de atuação do BCB, especialmente no tocante à regulação prudencial e supervisão, pois suas funções foram, ao longo do tempo, reduzidas em larga medida aos mercados bancário e de pagamento, com o surgimento de outros reguladores/supervisores setoriais a exemplo da CVM, Previc e Susep.

É importante lembrar que ao Conselho Monetário Nacional (CMN), ao Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e ao Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC competem a definição das políticas, diretrizes e objetivos dos segmentos sob suas competências regulatórias. A competência para dar execução a essas definições em geral é atribuída de forma compartimentada ao BCB, à CVM, à Previc e à Susep, nas respectivas esferas de atuação.

O BCB concentra, de um lado, as atividades gerais de implementação da política monetária e preservação da estabilidade geral do sistema, bem como gerenciamento de depósitos, reservas estrangeiras e câmbio, no nível macroeconômico; e, de outro, as funções de regulação prudencial e supervisão do segmento bancário e de pagamentos, no nível microeconômico.

Paralelamente a isso, há ainda, no plano microeconômico e de organização dos mercados, uma divisão de funções com **(i)** a CVM, criada pela Lei n. 6.385/1976 (Brasil, 1976), e responsável por regular e supervisiona o mercado de valores mobiliários – ações, debêntures, cotas de fundos de investimento, dentre outros –, com o objetivo de proteger os investidores e garantir a transparência e a integridade de tal mercado; **(ii)** a Previc, criada pela Lei n. 12.154/2009 (Brasil, 2009), para supervisionar e regular os planos de previdência complementar no Brasil, especialmente os fundos de pensão e as entidades fechadas de previdência, com o objetivo garantir a solvência dessas entidades e a proteção dos participantes dos planos de previdência; e **(iii)** a Susep, criada pela Decreto-lei n. 73/1966 (Brasil, 1966), regula o mercado de seguros, resseguros, previdência privada aberta e capitalização, assegurando que essas atividades sejam exercidas de forma segura e transparente, tendo papel fundamental na proteção dos consumidores de seguros e na estabilidade do setor de seguros no Brasil.

Nem todas as jurisdições, entretanto, acumulam em seus bancos centrais o exercício da política monetária e o exercício da edição de normas e supervisão (BIS, 2009).

A título exemplificativo, veja-se, no plano do direito comunitário europeu, a estrutura supranacional do euro. O Banco Central Europeu (BCE) é a grande autoridade monetária da União Europeia, responsável pela execução da política monetária em conjunto com os demais bancos centrais dos países-membros (União Europeia, 2024a). Embora o BCE exerça algum nível de preocupação prudencial e supervisão, especialmente por meio do Mecanismo Único de Supervisão (MUS), que coloca um regime especial para as principais instituições financeiras do bloco para acompanhamento e monitoramento do seu risco sistêmico, o grosso das atividades de edição de normas e supervisão fica alocado a entidades independentes setoriais próprias, notadamente a Autoridade Bancária Europeia² (EBA), a Autoridade

² European Banking Authority.

Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA)³ e a Autoridade Europeia de Seguros e Pensões Ocupacionais⁴ (EIOPA) (Głuchowski; Górski, 2021).

A EBA é responsável pela edição de normas e supervisão prudencial do setor bancário europeu e trabalha para criar um conjunto de regras e normas que assegurem que os bancos operem de forma segura e eficiente, prevenindo riscos que possam comprometer a estabilidade financeira da União Europeia (União Europeia, 2024b). Do ponto de vista setorial, sua atuação é centrada no segmento de bancos e serviços de pagamento e foca em questões como a solvência, liquidez e risco dos bancos, além de desenvolver e supervisionar a implementação de regulamentos prudenciais, como os requisitos de capital e estabelecer normas para gestão de riscos, governança bancária e testes de estresse (Morais, 2016).

A EBA elabora normas prudenciais que os bancos devem seguir para manter sua solvência e proteger os depositantes e o sistema financeiro de choques. Ela emite orientações sobre capital regulatório, liquidez, gestão de risco de crédito e controle de risco sistêmico. Além disso, embora a supervisão direta dos bancos seja responsabilidade dos bancos centrais nacionais e do MUS, a EBA coordena e harmoniza as práticas de supervisão prudencial no setor bancário europeu (Morais, 2016).

A ESMA, por sua vez, tem como principal função regular e supervisionar os mercados de valores mobiliários (*securities*) e de produtos de investimento em geral, com foco na proteção dos investidores, transparência e integridade dos mercados financeiros do bloco europeu. Do ponto de vista de mercado, sua competência recai sobre os valores mobiliários – ações, títulos, derivativos, cotas de fundos de investimento, e outros produtos financeiros (União Europeia, 2024c). Ela estabelece regras para transparência de informações financeiras, emissão de títulos, proteção de investidores

3 European Securities and Markets Authority.

4 European Insurance and Occupational Pensions Authority.

e funcionamento dos mercados organizados, além de monitorar as agências de classificação de risco e implementação de normas sobre governança corporativa (Morais, 2016).

Embora a ESMA não tenha papel direto na supervisão prudencial de instituições financeiras (como o EBA), ela define normas de comportamento e de transparência que afetam a estabilidade dos mercados de capitais (Morais, 2016).

Por fim, A EIOPA supervisiona e regula o setor de seguros e pensões na União Europeia, estabelece normas para proteção dos consumidores, gestão de riscos, e solvência das seguradoras, além de ditar os requisitos de capital e práticas de governança para empresas de seguros e fundos de pensões (Morais, 2016).

A EIOPA desempenha papel importante na definição de normas prudenciais para o setor de seguros e pensões, particularmente em relação ao **capital mínimo exigido** para seguradoras e **gestão de riscos** relacionados em longo prazo, como risco de subscrição e risco de mercado. Além disso, a agência ajuda a coordenar a supervisão das seguradoras em toda a União Europeia, assegurando que os grupos transnacionais de seguros cumpram as regras de solvência (União Europeia, 2020).

A estrutura europeia é peculiar uma vez que pressupõe um banco central com enfoque nas atividades de política monetária e três reguladores setoriais, em um modelo de agência independente (similar a agências reguladoras), estando a edição de normas e a supervisão bancária parcialmente fora do escopo do BCE – com exceção daquelas funções exercidas no MUS.

Embora seja comum, na experiência internacional, que a supervisão e a edição de normas para o mercado de capitais, de seguros e de previdência sejam feitas por agências autônomas em relação aos bancos centrais, a experiência é menos óbvia em relação ao setor bancário e de pagamentos.

Portugal, por exemplo, possui um modelo de três reguladores setoriais compostos pelo Banco de Portugal – que cumula competências monetárias nacionais e não absorvidas pelo BCE no plano supranacional

e de regulação e supervisão bancária –, a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensão (ASF) e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), sendo a coordenação geral política do sistema feita por meio do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (Nogueira, 2017).

No caso português, no quadro da supervisão financeira europeia, tem-se equilibrado a necessidade de harmonização com as diretivas comunitárias com a preservação da sua autonomia institucional, já tendo o Banco de Portugal discutido a possibilidade de transição para um modelo *Twin Peaks*, embora tais discussões ainda permaneçam no nível teórico e em estudos por parte da instituição (Morais, 2016).

Na Austrália, o modelo *Twin Peaks* foi pioneiramente implementado em 1998 e segue vigente até hoje como um dos exemplos mais maduros do arranjo. A supervisão prudencial está a cargo da Australian Prudential Regulation Authority (APRA), que regula bancos, seguradoras e fundos de pensão com foco na estabilidade do sistema (Austrália, 2025a). Já a Australian Securities and Investments Commission (ASIC) é o órgão responsável pela conduta de mercado, incluindo a proteção dos investidores, o cumprimento das regras de divulgação, e a supervisão das bolsas de valores e demais serviços financeiros (Austrália, 2025b). O Banco Central da Austrália, o Reserve Bank of Australia (RBA), por sua vez, não possui função direta de supervisão microprudencial, concentrando-se em sua missão de estabilidade monetária e financeira, além de gerenciar o sistema de pagamentos (Carmichael, 2015).

O contexto e o modelo australiano foram pioneiros na adoção do modelo *Twin Peaks* ao reformular sua estrutura de regulação e supervisão financeira em 1998, muito antes de muitos países seguirem essa linha. Essa mudança teve como pano de fundo uma crescente complexidade e integração dos serviços de movimentação profissional de recursos financeiros, que expuseram as limitações do arranjo tradicional por setores e motivaram uma reavaliação crítica conduzida pela *Financial System Inquiry*, presidida por Stan Wallis e conhecida como Willes Report (1997). No relatório, concluiu-se que a regulação

fragmentada não atendia mais às demandas de eficiência, estabilidade e proteção ao consumidor, recomendando uma estrutura com uma divisão clara de responsabilidades (Austrália, 2014). Essa arquitetura se tornaria uma referência para futuras reformas em diferentes jurisdições, em especial para outros países de tradição ou colonização inglesa, ao alinhar a supervisão às crescentes complexidades e riscos do sistema financeiro moderno.

Nessa toada, no Reino Unido, embora o modelo não seja descrito formalmente como *Twin Peaks*, sua estrutura regulatória pós-crise de 2008 possui características similares (Lui, 2012). Desde a reforma de 2013, o Banco da Inglaterra recuperou funções de supervisão prudencial por meio da criação da Prudential Regulation Authority (PRA), uma entidade semiautônoma abrigada no próprio banco central, responsável por supervisionar bancos, sociedades de crédito hipotecário e grandes seguradoras. A Financial Conduct Authority (FCA), por outro lado, atua como o regulador de conduta de mercado, fiscalizando práticas de venda, transparência e conformidade com normas de proteção ao consumidor. Essa divisão busca garantir maior foco, *accountability* e capacidade técnica nos diferentes aspectos da supervisão, enquanto o Bank of England mantém papel central na estabilidade financeira macroprudencial por meio do Financial Policy Committee (FPC).

A reforma do sistema financeiro do Reino Unido após a crise de 2008 representou uma mudança significativa no entendimento e na prática de regulação e supervisão das instituições financeiras. No documento *A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability* (Reino Unido, 2011), destaca-se que, antes de 2013, a regulação e a supervisão eram centralizadas sob a Financial Services Authority (FSA), o que não proporcionava uma distinção clara entre as responsabilidades de monitoramento prudencial e de fiscalização de condutas de mercado. Essa estrutura revelou suas limitações durante a crise financeira, especialmente no acompanhamento das instituições de menor porte, como as *credit unions*, e no entendimento abrangente do impacto das normas europeias no contexto local.

A resposta do governo e dos reguladores britânicos foi a adoção de uma nova arquitetura de supervisão e regulação, alinhada ao modelo *Twin Peaks*, ainda que não formalmente assim nomeado (Lui, 2012). A partir de 2013, o Banco da Inglaterra reassumiu funções de supervisão prudencial por meio da Prudential Regulation Authority (PRA), uma entidade semiautônoma destinada a supervisionar instituições críticas para o sistema financeiro, como bancos, seguradoras e sociedades de crédito hipotecário (Reino Unido, 2013a). Por sua vez, a Financial Conduct Authority (FCA) tornou-se responsável pela regulação de condutas e pela proteção do consumidor, promovendo maior *accountability* e eficiência no cumprimento das normas. Essa estrutura dual visava aumentar a especialização e tornar a supervisão mais clara e eficaz, com uma divisão clara entre a preservação da estabilidade financeira e a defesa de direitos e interesses dos consumidores (Reino Unido, 2013b).

Paralelamente, o Bank of England ampliou seu escopo para assumir uma função central no monitoramento macroprudencial por meio do Financial Policy Committee (FPC), cuja tarefa principal consiste em identificar e mitigar riscos sistêmicos à economia. Dessa forma, o modelo britânico reflete uma adaptação prática do conceito de *Twin Peaks*, marcado pela autonomia e especialização das autoridades supervisoras, mas sob uma coordenação central fortalecida para lidar com as crescentes complexidades e interconexões do sistema financeiro atual.

A África do Sul também adotou oficialmente o modelo *Twin Peaks* em 2018, com a reforma institucional promovida pela *Financial Sector Regulation Act*. Em decorrência dessa reestruturação, o South African Reserve Bank (SARB) ficou encarregado da estabilidade macroprudencial e da supervisão sistêmica, enquanto duas novas autoridades foram criadas: o Prudential Authority (PA), localizado no SARB, com responsabilidade pela supervisão prudencial de bancos, seguradoras e conglomerados financeiros; e a *Financial Sector Conduct Authority* (FSCA), responsável pela supervisão da conduta de mercado

e pela proteção ao consumidor no setor financeiro (República da África do Sul, 2016).

Essa separação visou superar as ineficiências do modelo anterior, em que o antigo regulador integrado, o *Financial Services Board*, concentrava múltiplas funções sem especialização adequada. Nesse sentido, a África do Sul aparece como um exemplo interessante de jurisdição que mudou de um modelo regulatório universal para um sistema regulatório dual (Lui, 2017).

A reforma do sistema financeiro sul-africano teve como marco a publicação do documento *Implementing a twin peaks model of financial regulation in South Africa* (República da África do Sul, 2013), no qual o Tesouro Nacional daquele país detalhou as diretrizes para uma mudança estrutural no arranjo regulatório e de supervisão. Essa agenda de transformação foi motivada pela crescente complexidade e interconexão do sistema financeiro e pela percepção de que o modelo de regulador integrado, centralizado no antigo Financial Services Board (FSB), não proporcionava especialização e eficiência suficientes para lidar com riscos emergentes e para garantir uma proteção eficaz ao consumidor. No relatório destaca-se, ainda, a importância de distinguir responsabilidades para melhorar a estabilidade e aumentar a confiança pública no sistema, alinhando a regulação sul-africana às melhores práticas internacionais e às experiências de países que adotaram o modelo *Twin Peaks*.

A comparação entre os modelos de regulação financeira dual, como o *Twin Peaks*, e os modelos setoriais, evidencia a centralidade das instituições no desenho e funcionamento dos mercados financeiros, conforme destaca a NEI. Se as instituições – entendidas como regras formais, mecanismos de *enforcement* e arranjos organizacionais – moldam os incentivos e limitam as escolhas dos agentes econômicos, então o modo como se estrutura a supervisão do sistema financeiro não é neutro: ele influencia diretamente a estabilidade, a eficiência e a confiança nos mercados. O direito regulatório, nesse contexto, atua não apenas como um conjunto de normas técnicas, mas como uma tecnologia institucional que dá forma aos próprios mercados,

delimitando papéis, disciplinando condutas e organizando a interação entre agentes públicos e privados.

Nos modelos setoriais, como os observados no Brasil e em Portugal, a supervisão é organizada por tipo de atividade e objeto ou agente – bancos, seguros, previdência, valores mobiliários –, refletindo uma lógica de especialização histórica e fragmentação institucional.

Já os modelos duais, como os de Austrália, Reino Unido e África do Sul, priorizam a função exercida, seja prudencial – focada na solvência e risco sistêmico –, seja comportamental – ocada na conduta e proteção ao consumidor –, buscando maior clareza de mandato, redução de conflitos entre objetivos regulatórios e fortalecimento da *accountability*. Nesse sentido, a escolha entre um modelo e outro não é meramente técnica, mas institucional, e depende de fatores como a trajetória histórica do país, sua arquitetura jurídica e a maturidade de seus reguladores.

7 CONCLUSÃO

O modelo *Twin Peaks* representa uma evolução no campo da regulação financeira ao propor uma divisão clara de objetivos e responsabilidades entre as autoridades competentes. Ao separar a função de regulação prudencial da supervisão de conduta, esse arranjo pode vir a permitir maior especialização técnica, evitar conflitos de interesse institucionais e contribuir para a eficácia das políticas regulatórias.

A adoção do modelo *Twin Peaks*, entretanto, não está isenta de desafios. A criação de novas estruturas regulatórias ou a adaptação das existentes exige reformas legislativas, realocação de competências institucionais e desenvolvimento de mecanismos eficazes de coordenação e compartilhamento de informações. Além disso, há o risco de lacunas ou sobreposições caso a delimitação de atribuições entre os dois “picos” não esteja claramente definida.

No caso brasileiro, a complexidade do sistema financeiro e a multiplicidade de autoridades reguladoras demandam reflexão cuidadosa sobre a viabilidade e os impactos da transição para um modelo como o *Twin Peaks*. Embora o atual arranjo setorial tenha se mostrado funcional em muitos aspectos, há espaço para aprimoramentos que tragam mais clareza, foco e eficiência regulatória. A adoção do modelo *Twin Peaks* poderia representar um avanço nesse sentido, desde que conduzida com planejamento, diálogo institucional e alinhamento com as especificidades nacionais.

Em suma, o modelo *Twin Peaks* oferece uma alternativa possível para a regulação do sistema financeiro contemporâneo. Sua implementação no Brasil dependerá da capacidade das instituições de cooperar de forma coordenada e de adaptar-se às novas demandas do ambiente regulatório global. Mais do que uma simples reorganização institucional, trata-se de uma mudança de cultura regulatória, uma “reimaginação institucional” centrada na prevenção de riscos e na proteção efetiva dos interesses públicos.

REFERÊNCIAS

ACHARYA, Viral V.; PHILIPPON, Thomas; RICHARDSON, Matthew; ROUWENHORST, Kermit. The financial crisis of 2007-2009: causes and remedies. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, v. 18, n. 2, 2010. Disponível em: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0416.2009.00147_2.x. Acesso em: 22 mar. 2025.

ALEXANDER, Kern *et al.* *The global financial crisis and financial regulation*. Cheltenham: Edward Elgar, 2011.

ALLEN, Franklin; SANTOMERO, Anthony M. The theory of financial intermediation. *Journal of Banking & Finance*, v. 21, n. 11-12, p. 1.461-1.485, 1997. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426697000320>. Acesso em: 17 abr. 2025.

ARAMONTE, Sirio; SCHRIMPF, Andreas; SHIN, Hyun Song. *Non-bank financial intermediaries and financial stability*. BIS Working Paper n. 972, 2021. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work972.pdf>. Acesso em: 5 maio 2025.

AUSTRALIA. Australian prudential regulation authority. *About APRA*. Disponível em: <https://www.apra.gov.au/about-apra>. Acesso em: 22 jan. 2025a.

AUSTRÁLIA. Australian Securities & Investments Commission. *About ASIC*. Disponível em: <https://asic.gov.au/about-asic/>. Acesso em: 22 jan. 2025b.

AUSTRÁLIA. *Financial system inquiry*. Final Report (Wallis Report) 1997. Canberra: AGPS, 2014. Disponível em: <http://fsi.treasury.gov.au/content/downloads/FinalReport/overview.pdf>. Acesso em: 22 jan. 2025.

AVSAR, Rojhat B. Neoliberalism, capital mobility, and the global race to the bottom in taxation. *Forum for Social Economics*, v. 44, n. 2, 2015.

BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Understanding regulation: theory, strategy, and practice*. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Relatório de estabilidade financeira*. v. 4, n. 1. abr. 2025. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/ref/202504/RELESTAB202504-refPub.pdf> Acesso em: 22 jun. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Sistema Financeiro Nacional*. Brasília: BCB, 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/sfn>. Acesso em: 1º jul. 2025.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *Roles and objectives of modern central banks*. Basel: BIS, 2009. Disponível em: https://www.bis.org/publ/othp04_2.pdf. Acesso em: 2 jul. 2025.

BLINDER, Alan S. *Central banking in theory and practice*. Cambridge: MIT Press, 1998.

BRAITHWAITE, J. *Regulatory capitalism: how it works, ideas for making it work better*. Cheltenham: Edward Elgar, 2008. Disponível em: <http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Regulatory-Capitalism-How-it.pdf>. Acesso em: 17 jan. 2025.

BRASIL. Constituição (1988). Senado Federal. Emenda Constitucional n. 65/2023. Dispõe sobre o regime jurídico aplicável ao Banco Central. *Diário Oficial da União*, Brasília, 14 set. 2023. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9513915&ts=1717612577105&disposition=inline>. Acesso em: 15 jan. 2025.

BRASIL. Decreto-Lei n. 73, de 21 de novembro de 1966. Dispõe sobre o Sistema Nacional de Seguros Privados, disciplina as operações de seguros e resseguros e as operações de proteção patrimonial mutualista e dá outras providências (Redação dada pela Lei Complementar n. 213, de 2025). *Diário Oficial da União*, Brasília, 22 nov. 1966. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0073.htm. Acesso em: 15 jan. 2025.

BRASIL. Lei Complementar n. 179, de 24 de fevereiro de 2021. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 fev. 2021. Disponível em: . Acesso em: 15 jan. 2025.

BRASIL. Lei n. 12.154, de 23 de dezembro de 2009. Cria a Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC e dispõe sobre o seu pessoal; inclui a Câmara de Recursos da Previdência Complementar na estrutura básica do Ministério da Previdência Social; altera disposições referentes a auditores-fiscais da Receita Federal do Brasil; altera as Leis n. 11.457, de 16 de março de 2007, e 10.683, de 28 de maio de 2003; e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 23 dez. 2009. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l12154.htm. Acesso em: 15 jan. 2025.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União: seção 1*, Brasília, DF, 31 dez. 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 2 jul. 2025.

BRASIL. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 9 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 15 jan. 2025.

BRASIL. Senado Federal. Proposta de Emenda à Constituição n. 65, de 2023. Dispõe sobre o regime jurídico aplicável ao Banco Central. *Diário do Senado Federal*, Brasília, 28 nov. 2023. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9513915&ts=1734612514984&disposition=inline>. Acesso em: 15 jan. 2025

CARMICHAEL, Jeffrey. Implementing twin peaks: lessons from australia. In: HUANG; Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (Org.). *Institutional structure of financial regulation: theories and international experiences*. New York: Routledge, 2015.

CARNELL, Richard S.; MACEY, Jonathan R.; MILLER, Geoffrey P. *The law of financial institutions*. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2013.

CHANG, Ha-Joon (Ed.). *Rethinking development economics*. London: Anthem Press, 2003.

CIOFFI, J. W. *Public Law and private power: corporate governance reform in the age of finance capitalism*. Ithaca: Cornell University Press, 2010.

CUNNINGHAM, Lawrence A.; ZARING, David T. *The three or four approaches to financial regulation: a cautionary analysis against exuberance in crisis response*. *The George Washington Law Review*, v. 78, n. 39, 2009. Disponível em: https://scholarship.law.gwu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1551&context=faculty_publications. Acesso em: 12 dez. 2024.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). *Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions (SIFIs)*. Basel: FSB, 2010. Disponível em: https://www.fsb.org/uploads/r_101111a.pdf. Acesso em: 24 fev. 2025.

FISCH, Jill E. Rethinking the regulation of securities intermediaries. *University of Pennsylvania Law Review*, Institute for Law and Economics, v. 158, p. 1961-2041, 2010. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/penn_law_review/vol158/iss7/3/. Acesso em: 18 nov. 2024.

FORGIONI, Paula. *Os fundamentos do antitruste*. 13. ed. São Paulo: RT, 2024.

GLUCHOWSKI, Jan; GÓRSKI, Krzysztof Adam. Regulation of Financial Supervision in The European Union.

GODWIN, Andrew; GUO, Li; RAMSAY, Ian. *Is Australia's 'twin peaks' system of financial regulation a model for China?* CIPR Paper n. 102, 2016. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2763300>. Acesso em: 13 mar. 2025.

GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Twin peaks and financial regulation: the challenges of increasing regulatory overlap and expanding responsibilities. *The International Lawyer*, v. 49, n. 3, 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2889536. Acesso em: 11 dez. 2024.

GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Twin peaks, macroprudential regulation and systemic financial stability. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Org.). *The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Org.). *The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

GRABEL, Ilene. International private capital flows and developing countries. In: CHANG, Ha-Joon (Org.). *Rethinking development economics*. London: Anthem Press, 2003.

HUANG, Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (Org.). *Institutional structure of financial regulation: theories and international experiences*. New York: Routledge, 2015.

KOLSTAD, Charles D.; ULEN, Thomas S.; JOHNSON, Gary V. Ex Post Liability for Harm vs. Ex Ante Safety Regulation: substitutes or complements? *The American Economic Review*, v. 84, n. 4, p. 1.353–1358, 1994. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2006714>. Acesso em: 8 out. 2024.

LASTRA, Rosa M. *Legal foundations of international monetary stability*. Oxford: Oxford University Press, 2006.

LLEWELLYN, David T. *Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues*. World Bank Seminar. Aligning Supervisory Structures with Country Needs. Washington DC: World Bank, jun. 2006. Disponível em: <https://letr.org.uk/references/storage/QW6PBIDS/Llewellyn%20-%202005%20-%20Institutional%20structure%20of%20financial%20regulation%20an.pdf>. Acesso em: 18 dez. 2024.

LLEWELLYN, David T. The global banking crisis and the future of regulation. In: ALEXANDER, Kern *et al.* *The global financial crisis and financial regulation*. Cheltenham: Edward Elgar, 2011.

LUHMANN, Niklas. *Introdução à teoria dos sistemas*. Petrópolis, RJ: Vozes, 2009.

LUI, Alison. Single or twin? The UK financial regulatory landscape after the financial crisis of 2007-2009. *Journal of Banking Regulation*, v. 13, n. 1, p. 24-35, jan. 2012. Disponível em: <https://researchonline.ljmu.ac.uk/id/eprint/2665/3/Twin-peaks%20model.pdf>. Acesso em: 8 mar. 2025.

LUI, Alison. The twin peaks model of financial regulation and reform in South Africa. *Law and Financial Markets Review*, v. 11, n. 2, 2017. Acesso em: 8 mar. 2025.

MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. *Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?* 2018. 106 f. Orientador: Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo. Dissertação (Mestrado em Direito de Regulação) – Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2018. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/9ce9a9ca-ae85-4152-8d49-513864597a37/content>. Acesso em: 15 nov. 2024.

MISHKIN, Frederic S.; SERLETIS, Apostolos. *The economics of money, banking and financial markets*. 11. ed. Toronto: Pearson, 2014.

MORAIS, Luís Silva. *Modelos de supervisão financeira em Portugal e no contexto da União Europeia*. Lisboa: Banco de Portugal, 2016. Disponível em: <https://www.bportugal.pt/publicacao/modelos-de-supervisao-financeira-em-portugal-e-no-contexto-da-uniao-europeia>. Acesso em: 15 nov. 2024.

NEVES, Rubia Carneiro. A caracterização do banco a partir da evolução da legislação brasileira. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*. Belo Horizonte, n. 73, p. 701-735, jul. /dez. 2018. Disponível em: <https://revista.direito.ufmg.br/index.php/revista/article/view/1963>. Acesso em: 15 nov. 2024.

NOGUEIRA, Jozélia. A regulação financeira e a supervisão financeira na Europa e em Portugal após a crise de 2008. *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central*, v. 11, n. 2, 2017. Disponível em: <https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/issue/view/26/A7%20V.11%20-%20N.2>. Acesso em: 20 abr. 2025.

NORTH, Douglass. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

NORTH, Douglass. Institutions. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 5, n. 1, p. 97-112, 1991. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.5.1.97>. Acesso em: 30 abr. 2025.

OGUS, Anthony. *Regulation: legal form and economic theory*. Oxford: Clarendon Press, 1994

OLIVEIRA JUNIOR, Marcos Paula de. A ascensão de investidores institucionais e a financeirização da governança corporativa: perspectivas teóricas, empíricas e de direito comparado. In: NEVES, Rúbia Carneiro (Org.). *Novas fronteiras do sistema financeiro nacional*, v. 3. p. 89-137. Belo Horizonte: Expert, 2024. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2025/05/Novas-fronteiras-do-sistema-financeiro-vol3.pdf>. Acesso em: 9 maio 2024.

PALLEY, Thomas I. Financialization: what it is and why it matters. *Levy Economics Institute Working Paper* n. 525, 2007. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1077923. Acesso em: 9 maio 2024.

PIERSON, Paul. Increasing Returns, Path Dependence, and the Study of Politics. *American Political Science Review*, v. 94, n. 2, p. 251-267, 2000. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2586011>. Acesso em: 7 jan. 2025.

PISTOR, Katharina. A legal theory of finance. *Journal of Comparative Economics*, v. 41, n. 2, 2009.

PISTOR, Katharina. *The code of capital: how the law creates wealth and inequality*. Nova Jersey: Princeton University Press, 2019.

REINO UNIDO. Bank of England. *About the Prudential Regulation Authority (PRA)*. 2013a. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation>. Acesso em: 22 jun. 2025.

REINO UNIDO. Financial conduct authority. *About the FCA*. 2013b. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/about-us>. Acesso em: 22 jun. 2025.

REINO UNIDO. Her Majesty Treasury. *A new approach to financial regulation: the blueprint for reform*. Londres: HM Treasury, 2011. Disponível em: https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a79c5b940f0b670a8025514/consult_finreg__new_approach_blueprint.pdf. Acesso em: 11 nov. 2024.

REPÚBLICA DA ÁFRICA DO SUL. National Treasury. *Financial Sector Regulation Bill: impact study of the twin peaks reforms*. Pretoria, 2016. Disponível em: <https://www.treasury.gov.za/twinpeaks/20131211%20-%20item%203%20roadmap.pdf>. Acesso em: 22 jan. 2025.

REPÚBLICA DA ÁFRICA DO SUL. National Treasury. *Implementing a twin peaks model of financial regulation in South Africa*. Pretoria, 2013. Disponível em: <https://www.treasury.gov.za/twinpeaks/20131211%20-%20item%203%20roadmap.pdf>. Acesso em: 22 jan. 2025.

RODRIK, Dani. *The globalization paradox: democracy and the future of the world economy*. Princeton: Princeton University Press, 2011.

ROE, Mark J. A political theory of american corporate finance. *Columbia Law Review*, v. 91, n. 1, p. 10-67, 1991. Disponível em; https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2561487. Acesso em: 8 abr. 2025.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. 2. ed. rev. ampl. São Paulo: Atlas, 2014.

SERU, Amit. *Regulating Banks in the Era of Fintech Shadow Banks*. Bank for International Settlements (BIS), 2019. Disponível em: https://www.bis.org/events/agm2019/agm2019_speech_seru.pdf. Acesso em: 8 abr. 2025.

STOCKHAMMER, Engelbert. *Financialization and the global economy*. University of Massachusetts Amherst: Political Economy Research Institute. Working Paper n. 240. 2010. <https://www.depfe.unam.mx/actividades/11/curso-seccareccia/Stockhammer2010.pdf>. Acesso em: 5 maio 2024.

TAYLOR, Michael W. Regulatory reform after the financial crisis: twin peaks revisited. In: HUANG; Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (Org.). *Institutional structure of financial regulation: theories and international experiences*. New York: Routledge, 2015. p. 9-28.

TAYLOR, Michael W. *Twin peaks' revisited...: a second chance for regulatory reform*. London: Centre for the Study of Financial Innovation, 2009.

TAYLOR, Michael W. *Twin peaks: a regulatory structure for the new century*. Londres: Centre for the Study of Financial Innovation, 1995.

TONELLO, Matteo. *The separation of ownership from ownership*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. 2013. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2013/11/25/the-separation-of-ownership-from-ownership/>. Acesso em: 5 jun. 2024.

UNIÃO EUROPEIA. Banco Central Europeu (BCE). *Supervisão bancária europeia: manual de supervisão*. Frankfurt: BCE, 2024. Disponível em: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.supervisory_guides202401_manual.pt.pdf. Acesso em: 2 jul. 2025

UNIÃO EUROPEIA. European Banking Authority (EBA). *EBA at a glance*. Paris: EBA, 2024. Disponível em: <https://eba.europa.eu/eba-glance>. Acesso em: 2 jul. 2025.

UNIÃO EUROPEIA. European Banking Authority (EBA). *Report on STS framework for synthetic securitisation*. Paris: EBA, 2020. Disponível em: <https://eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/>

eba-proposes-framework-sts-synthetic-securitisation. Acesso em: 3 fev. 2025.

UNIÃO EUROPEIA. European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). *Guidelines on reporting and public disclosure*. Frankfurt: EIOPA, 2020. Disponível em: https://www.eiopa.europa.eu/document/download/363f9667-1a19-4d07-b7c6-ada43b86e85a_pt?filename=Guidelines%20on%20reporting%20and%20public%20disclosure. Acesso em: 2 jul. 2025.

UNIÃO EUROPEIA. European Securities and Markets Authority (ESMA). *Sobre a ESMA*. Paris: ESMA, 2024. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/pt-pt/sobre-esma>. Acesso em: 2 jul. 2025.

WILLIAMSON, Oliver E. *The economics institutions of capitalism*. New York: The Free Press. 1985.

WYMEERSCH, Eddy. The structure of financial supervision in Europe: about single financial supervisors, twin peaks and multiple financial supervisors. *European Business Organization Law Review*, v. 8, n. 2, p. 237-306, 2007.

XAVIER, Alexander Nogueira; TUROLLA, Frederico Araújo. Bancos mundiais: a consolidação do sistema bancário brasileiro e a participação estrangeira. *Revista GV-Executivo*, São Paulo, v. 6, n. 4, p. 38-47, 2007.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

-FIM-

