



20
anos

Revista
PGBC

Revista da **PGBC**

Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central
Volume 19 • Número 2 • Dezembro 2025

Revista da **PGBC**

Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central
Volume 19 • Número 2 • Dezembro 2025

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca do Banco Central do Brasil

Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central. / Banco Central do Brasil.
Procuradoria-Geral. Vol. 19, n. 2, dez. 2025. Brasília: BCB, 2025.

Semestral (junho e dezembro)
ISSN 2595-0894

1. Direito econômico – Periódico. 2. Sistema financeiro – Regulação – Periódico. I. Banco Central do Brasil.
Procuradoria-Geral.

CDU 346.1(05)

Procuradoria-Geral do Banco Central

Banco Central do Brasil
SBS, Quadra 3, Bloco B, Edifício-Sede, 11º andar
70074-900 Brasília – DF
Telefones: (61) 3414-1220 e 3414-2946
E-mail: revista.pgbc@bcb.gov.br

Editor-Chefe da Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central

Leandro Sarai – Banco Central, SP
ORCID – <https://orcid.org/0000-0001-6742-1051>

Editor-Adjunto da Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central

Guilherme Centenaro Hellwig – Banco Central, RS
ORCID – <https://orcid.org/0009-0009-0220-7308>

Corpo Editorial da Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central

Conselheiros

Álvaro Augusto Camilo Mariano – Universidade Federal de Goiás, GO e Pontifícia Universidade Católica do Paraná, PR
ORCID – <https://orcid.org/0000-0002-8712-0149>
Bruno Meyerhof Salama – University of California Berkeley, School of Law: Berkeley, CA, US; Fundação Getúlio Vargas, SP
ORCID – <https://orcid.org/0000-0002-9389-2508>
Bruno Nubens Barbosa Miragem – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, RS
ORCID – <https://orcid.org/0000-0002-1345-4891>
Gabriel Luiz Schwartzman Cohen – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, SP
ORCID – <https://orcid.org/0009-0003-7928-050X>
Irene Patrícia Nohara – Universidade Presbiteriana Mackenzie, SP
ORCID – <https://orcid.org/0000-0002-3182-2803>
Leandro Novais e Silva – Banco Central, MG
ORCID – <https://orcid.org/0009-0006-2700-621X>
Marcus Paulus de Oliveira Rosa – Banco Central, RJ
ORCID – <https://orcid.org/0000-0001-9061-0221>
Rubens Beçak – Universidade de São Paulo, SP
ORCID – <https://orcid.org/0000-0002-6769-2916>
Rubia Carneiro Neves – Universidade Federal de Minas Gerais, MG
ORCID – <https://orcid.org/0000-0002-0331-676X>
Vincenzo Demétrio Florenzano – Banco Central, MG
ORCID – <https://orcid.org/0009-0004-1478-6048>
Yuri Restano Machado – Banco Central, RS
ORCID – <https://orcid.org/0009-0000-0601-185X>

Consultores*

Álvaro Augusto Camilo Mariano – Universidade Federal de Goiás, GO e Pontifícia Universidade Católica do Paraná, PR
Davi Monteiro Diniz – Universidade Federal de Minas Gerais, MG
Débora Gomes Galvão Basílio – Universidade Federal do Piauí, PI
Denis Alves Guimarães – Centro de Estudos de Direito Económico e Social, SP
Fernanda Claudia Araujo da Silva – Universidade Federal do Ceará, CE
Irene Patrícia Nohara – Universidade Presbiteriana Mackenzie, SP
José Tadeu Neves Xavier – Fundação Escola Superior do Ministério Público, RS
Lucas Noura de Moraes Rêgo Guimarães – Universidade de Brasília, DF

Equipe de apoio administrativo

Dilmar Ramos Pereira – Banco Central, DF
Hilda Lourenço de Araújo – Banco Central, DF
Rodrigo Guerra Peres Cespes – Banco Central, RJ

Diagramação e revisão

Departamento de Comunicação do Banco Central do Brasil

* Consultores que participaram de procedimento de exame de artigo concluído pelas instâncias pertinentes, conforme o Regulamento da Revista, no curso dos trabalhos de preparação da presente edição.

As opiniões emitidas nos artigos assinados são de inteira responsabilidade dos autores, não refletindo necessariamente o posicionamento do Banco Central do Brasil.

Os pronunciamentos da Procuradoria-Geral do Banco Central que compõem esta Revista foram preservados integralmente tal como publicados, tanto na forma como no conteúdo.

Procuradoria-Geral do Banco Central*

Procurador-Geral

Cristiano de Oliveira Lopes Cozer

Procurador-Geral Adjunto do Departamento de Consultoria Legal e Representação Extrajudicial

Lucas Alves Freire

Procurador-Geral Adjunto do Departamento de Contencioso Judicial e Gestão Legal

Erasto Villa Verde de Carvalho Filho

Subprocurador-Geral Chefe de Gabinete do Procurador-Geral

Alexandre Forte Maia

Subprocuradora-Geral da Câmara de Consultoria em Regulação e Supervisão do Sistema Financeiro

Walkyria de Paula Ribeiro de Oliveira

Procuradora-Chefe da Procuradoria Especializada de Consultoria em Supervisão do Sistema Financeiro

Eliane Coelho Mendonça

Procurador-Chefe da Procuradoria Especializada de Consultoria em Regulação do Sistema Financeiro

José de Lima Couto Neto

Subprocurador-Geral da Câmara de Consultoria Monetária, Internacional e Penal

Nelson Alves de Aguiar Júnior

Procurador-Chefe da Procuradoria Especializada de Consultoria Internacional, Monetária, Penal e em Resolução

Igor Arruda Aragão

Subprocuradora-Geral da Câmara de Consultoria Administrativa

Chiarely Moura de Oliveira

Procurador-Chefe da Procuradoria Especializada de Consultoria Administrativa

Luiz Eduardo Galvão Machado Cardoso

Subprocurador-Geral da Câmara de Contencioso Judicial e Dívida Ativa

Rafael Bezerra Ximenes de Vasconcelos

Procurador-Chefe da Procuradoria Nacional de Processos da Dívida Ativa e Execução Fiscal

Marcus Vinícius Saraiva Matos

Procuradora-Chefe da Procuradoria Nacional de Processos Estratégicos

Julia Cardoso Rocha Saraiva Teixeira

Procurador-Regional da Procuradoria-Regional do Banco Central na 1ª Região

Ériton Bittencourt de Oliveira Rozendo

Procurador-Regional da Procuradoria-Regional do Banco Central na 2ª Região

Adir Gonçalves Junior

Procuradora-Regional da Procuradoria-Regional do Banco Central na 3ª Região

Tânia Nigri

Procuradora-Regional da Procuradoria-Regional do Banco Central na 4ª Região

Fernanda Rosa de Oliveira Rodrigues

Procurador-Regional da Procuradoria-Regional do Banco Central na 5ª Região

Marcelo Labanca Corrêa de Araújo

Procurador-Regional da Procuradoria-Regional do Banco Central na 6ª Região
José Luciano Jost de Moraes

Gerente-Geral de Gestão Legal
Roberto Rossi Steffens

Gerente da Gerência de Gestão e Planejamento
Rodrigo Guerra Peres Cespes

Gerente da Gerência de Registros Jurídicos e Controles Financeiros
Ana Paula Mendes Lobo Paes Lima

Gerente da Gerência de Documentação
Zenildo Trentin Dalbianco

* Organização da Procuradoria-Geral do Banco Central (PGBC) conforme Portaria 123.712, de 26 de junho de 2025, com vigência a partir de 22 de setembro de 2025 (publicada no DOU 119, seção 1, de 27 de junho de 2025, pág. 244).

Nota da Edição

Segundo as diretrizes do Diretório de Periódicos de Acesso Aberto (*Directory of Open Access Journals* – DOAJ), há uma recomendação de que os periódicos publiquem pelo menos cinco artigos por ano.

Com base nessa diretriz, o Regulamento da Revista foi recentemente alterado, fixando um número mínimo de quatro artigos por semestre, de modo a garantir o número de oito artigos por ano, ou seja, superior ao mínimo recomendado.

Além da fixação desse número mínimo, o novo procedimento editorial adotado de fluxo contínuo permitirá maior celeridade na publicação dos artigos, que serão divulgados no site da Revista assim que obtiverem a aprovação de dois avaliadores e a confirmação pelo Conselho Editorial.

A Revista vem trabalhando para retirar o atraso nas edições passadas, motivado por diversos fatores, como a momentânea redução na oferta de artigos, a menor disponibilidade de avaliadores e uma greve que afetou algumas atividades do Banco Central do Brasil (BC).

Esta edição 19, volume 2, de dezembro de 2025, inclui quatro artigos e quatro manifestações.

Os artigos têm como tema:

- “Ainda em Busca da Constituição Monetária: uma análise jurídico-institucional do regime de metas de inflação”;
- “Proporcionalidade Regulatória em Xequê na Prevenção à Lavagem de Dinheiro”;
- “Acordos Internacionais e a Regulação Financeira: limites constitucionais e estratégias jurídicas na atuação do Banco Central do Brasil”;
- “O Pix e a Concorrência no Sistema Financeiro Nacional”.

Por sua vez, as manifestações da Procuradoria-Geral são:

- Parecer Jurídico 452/2025-BCB/PGBC: fornece subsídios técnicos e jurídicos para atualizar a cartilha “Segurança Jurídica do Investidor Estrangeiro no Brasil”, especialmente após as mudanças trazidas pela Lei 14.286/2021. Ele esclarece o novo marco regulatório do capital estrangeiro e orienta a AGU quanto às normas atuais sob competência do BC.
- Parecer Jurídico 1395/2025-BCB/PGBC: avalia a viabilidade jurídica de o BC fornecer ao INSS informação binária sobre movimentação no SFN para fins de prova de vida; examina precedentes, LAI e LGPD; e conclui pela possibilidade jurídica do compartilhamento.
- Parecer Jurídico 1438/2025-BCB/PGBC: examina o PL 3.797/2025, que trata da operacionalização internacional do Pix; afirma inexistência de inconstitucionalidade, mas aponta que o tema é de competência infralegal; e alerta que o PL pode restringir a liberdade técnica do BC na evolução do Pix.
- Parecer Jurídico 1477/2025-BCB/PGBC: avalia pedido de doação de equipamentos de informática ao IFBaiano; conclui que a doação é juridicamente inviável pelos limites do art. 7º, I, da Lei 14.479/2022 e por precedente da AGU; e indica como alternativa possível a cessão de uso prevista no Decreto 9.373/2018.

Boa leitura!

Leandro Sarai
Editor-Chefe

Ainda em Busca da Constituição Monetária: uma análise jurídico-institucional do regime de metas de inflação

DOI: <https://doi.org/10.58766/rpgbcb.v19i2.1248>

Gabriel Demetrio Domingues Coimbra*

Recebido/Received: 29/9/2025

Aprovado/Approved: 5/3/2026

Introdução. 1 O debate sobre “rules versus discretion” e as origens dos regimes de metas de inflação. 2 A evolução dos regimes de metas de inflação no plano internacional. 3 A origem histórica do regime de metas de inflação no Brasil. 4 As principais características do regime de metas de inflação no Brasil. 5 A vinculação finalística da autoridade monetária ao regime de metas versus a autonomia operacional conferida pela LC 179/2021. 6 Sobre a definição das metas de inflação: entre delegação e deliberação. 7 O déficit democrático do regime de metas de inflação no Brasil. 8 Suprindo o déficit democrático: inserção do Poder Legislativo no processo de definição das metas de inflação. Conclusão.

Resumo

O artigo analisa o regime brasileiro de metas de inflação à luz do direito constitucional e monetário. Demonstra-se que, embora eficaz na promoção da estabilidade de preços, o atual arcabouço ainda carrega o legado de um passado de hipertrofia e excessiva concentração de poderes no Poder Executivo, no que se refere às decisões sobre metas de inflação, em detrimento da participação e da responsabilidade do Poder Legislativo, resultando em um arranjo com baixa legitimidade e pouco pluralismo político. A fim de endereçar esse déficit democrático, o artigo propõe que a meta de inflação passe a ser aprovada pelo Poder Legislativo, com base em proposta técnica elaborada e discutida no âmbito do Conselho Monetário Nacional (CMN), com ampla participação de especialistas, representantes da sociedade civil organizada. Sustenta-se que tais medidas ampliam a legitimidade, o pluralismo político e a responsividade da política monetária, ao mesmo tempo que protegem e preservam a reputação institucional do Banco Central.

Palavras-chave: política monetária; metas de inflação; Banco Central; representatividade democrática; constituição econômica.

* Doutorando em Direito Econômico pela Universidade de São Paulo (USP). <https://orcid.org/0009-0008-4361-9141>

Still Searching for a Monetary Constitution: a legal-institutional analysis of the inflation targeting regime

Abstract

This paper analyzes the Brazilian inflation targeting regime in light of the constitutional and monetary law. It presents that, although effective in promoting price stability, the current framework still carries the legacy of a past of hypertrophy and excessive concentration of power in the Executive branch regarding decisions on inflation targets, to the detriment of the participation and accountability of the Legislative branch, resulting in an arrangement with low legitimacy and political pluralism. In order to address this democratic deficit, the article proposes that the inflation target be approved by the Legislative branch, based on a technical proposal prepared and discussed within the National Monetary Council (CMN) with broad participation of specialists, representatives of the organized civil society. It is argued that such measures broaden the legitimacy, political pluralism, and responsiveness of monetary policy, while protecting and preserving the institutional reputation of the Central Bank.

Key-words: monetary policy; inflation targets; Central Bank; democratic representation; economic constitution.

Introdução

Conforme observa Christine Desan, a moeda não é somente uma abstração, mas também um fenômeno constitucional. A Constituição Monetária institucionaliza seletivamente certas relações, atribui *status* e funções a alguns atores e, com isso, efetiva a repartição do poder monetário entre as esferas pública e privada.¹ A moeda, ainda que seja individualmente apropriável, é, em seu conjunto, sobretudo um bem público, subordinado a um projeto de governança público-privada, conformado pela Constituição Monetária.²

Em sentido semelhante, Jens van't Klooster descreve a constituição monetária como um sistema híbrido de repartição de poderes e competências, entre os setores público e privado, sobre a criação e alocação da moeda e do crédito, o que o autor chama genericamente de “autoridade sobre a moeda”.³ No âmbito dessa repartição de competências, há uma efetiva relação de “franquia” entre o Estado e o setor financeiro privado, uma espécie de parceria público-privada, especialmente no que diz respeito à criação e à alocação da moeda e do crédito na economia.⁴

Ainda segundo Jens van't Klooster, as constituições monetárias atuais devem ser compreendidas em sentido amplo, como o total de normas constitucionais e leis fundamentais que disciplinam

1 DESAN, Christine A. **The Constitutional Approach to Money**: Monetary Design and the Production of the Modern World. In: BANDELJ, Nina; WHERRY, Frederick F.; ZELIZER, Viviana (eds.). *Money Talks: Explaining How Money Really Works*. Princeton: Princeton University Press, 2017. p. 126.

2 DESAN, Christine. **Making money**: coin, currency and the coming of capitalism. Oxford: Oxford University, 2014. pp. 1, 7-8, 69, 106; 434.

3 VAN 'T KLOOSTER, op. cit., 2025, p. 623 e 624.

4 Ver HOCKETT, Robert C.; OMAROVA, Saule T. *The Finance Franchise*. Cornell Law Review, vol. 102, n. 5, 2017, p. 1147 (“At its core, the modern finance system is effectively a public-private partnership that is most accurately, if unavoidably metaphorically, interpreted as a franchise arrangement. Pursuant to this arrangement, the sovereign public, as franchisor, effectively licenses private financial institutions as franchisees, to dispense a vital and indefinitely extensible public resource: the sovereign’s full faith and credit”). Ver, ainda, RICKS, Morgan. *Money as Infrastructure*. Columbia Business Law Review, v. 2018, n. 3, 2019, p. 851 (“The money paradigm, which envisions a bank charter as a monetary outsourcing contract or franchise arrangement, affords an organizational framework for thinking about these matters”); e VAN 'T KLOOSTER, op. cit., 2025, p. 623.

a autoridade sobre a moeda. A ideia de constituição monetária não deve se limitar aos textos constitucionais, até porque os poderes fundamentais sobre a moeda frequentemente não são descritos de forma explícita, detalhada ou exaustiva nas constituições, mas integrados sobretudo por convenções e costumes constitucionais, muitas vezes tornados explícitos somente pela legislação infraconstitucional.⁵

Essa concepção contemporânea de constituição monetária, que reconhece os diferentes papéis e vincula a atuação dos atores públicos e privados no processo de criação e alocação da moeda e do crédito, a serviço da promoção dos objetivos constitucionais, é, conseqüentemente, mais ampla e sofisticada do que aquelas esboçadas principalmente a partir dos anos 1970, pelo pensamento econômico de viés liberal. Estas últimas eram tradicionalmente preocupadas em disciplinar tão somente o exercício do poder monetário pelo Estado, seja pela definição de uma competência exclusiva e de um mandato estrito para as autoridades monetárias, seja ainda pela fixação das condições sob as quais a moeda poderia, ou não, ser emitida pelos Governos Soberanos.⁶

Na definição dos papéis do Estado, do banco central e do sistema bancário, as constituições monetárias contemporâneas tipicamente consagram de forma explícita ou implícita ao menos três princípios normativos.⁷

O primeiro deles se refere à proibição de emissão de moeda diretamente pelo Estado e à alocação dessa competência, de forma privativa, no Banco Central (e.g. o art. 164, *caput*, da CF/1988).

O segundo diz respeito à proibição de o Banco Central emitir moeda para financiar diretamente as despesas públicas. O governo deve financiar suas despesas e eventuais déficits por meio da criação e do aumento de tributos, ou da emissão de dívida pública, a ser adquirida pelo setor privado. A emissão de moeda é atribuída ao Banco Central exclusivamente como instrumento de execução da política monetária (e.g. o art. 164, § 1º e § 2º, da CF/1988).

O terceiro trata da impossibilidade de o Banco Central conceder crédito diretamente, a entidades não financeiras e aos cidadãos de um modo geral (e.g. o art. 164, § 1º, *in fine*, da CF/1988). A concessão de crédito, como atividade econômica organizada, fica reservada às entidades integrantes do sistema financeiro, especialmente às instituições bancárias, detentoras do poder emissor da moeda escritural (também denominada “moeda bancária”), mediante a criação de depósitos à vista a cada concessão de crédito, assim como da capacidade de tomar empréstimos diretamente junto ao Banco Central. Em função desses privilégios, as instituições financeiras são estritamente reguladas pelo Estado (e.g. o art. 192 da CF/1988).⁸

A Constituição de 1988, ao disciplinar o poder monetário, inclusive a política monetária, como reflexo da soberania do Estado (arts. 1º, I, e 170, I), e a repartição de competências entre o Poder Legislativo (art. 48, incs. XIII e XIV), o Poder Executivo (arts. 21, VII e VIII), o Banco Central (art. 164) e as entidades integrantes do Sistema Financeiro (art. 192), estabelece a necessidade de se

5 VAN 'T KLOOSTER, *op. cit.*, 2025, p. 623 (“The structure of this monetary constitution is usually not written down in written constitutions narrowly understood. Rather, it receives effect from a range of legal texts, which include legislative instruments concerning banking, sovereign debt contracts and the central bank mandate”). Nesse sentido, por exemplo, o art. 192 da CF/1988 reconhece expressamente a necessidade de integração da disciplina constitucional do Sistema Financeiro Nacional a ser “regulado por leis complementares”.

6 BRENNAN, Geoffrey; BUCHANAN, James M. *Monopoly in Money and Inflation*: The case for a Constitution to discipline government. Sussex: The Institute of Economic Affairs, 1981 (“Unrestrained monetary monopoly is the institutional explanation of the great inflation of the 1970s, and demands institutional reform. It is the monetary régime, not monetary policy, which must be changed. Several schemes have been proposed whose rules amount to a form of monetary constitution. But as a first step, agreement on the need for a constitution is more important than its precise content”); e BUCHANAN, James M. *Predictability: the criterion of monetary constitutions*. In: YEAGER, Leland B. (ed.). *In Search of a Monetary Constitution*. Cambridge: Harvard University Press, 1962.

7 VAN 'T KLOOSTER, *op. cit.*, 2025, p. 625.

8 GRAZIANI, Augusto. *The Monetary Theory of Production*. Cambridge: Cambridge University Press, 2003, p. 82 (“[...] the circulation approach rejects the idea that deposits make loans, an idea that Schumpeter already considered an old prejudice. In the circulation approach the opposite conception is adopted, namely that loans make deposits”); e MOORE, Basil J. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

buscar a concordância prática entre os princípios democrático (art. 1º), da eficiência administrativa (art. 37) e da livre iniciativa e livre concorrência (art. 170, *caput* e IV). Esse arranjo visa assegurar que o exercício do poder monetário, e em especial a condução da política monetária, seja pautado pela transparência (art. 37), pela responsabilidade política (arts. 52, III, “d”, e 84, XIV) e pela promoção do desenvolvimento equilibrado a serviço dos interesses da coletividade (art. 192).

Ao mesmo tempo, o desenho constitucional vincula a ordem monetária à preservação da estabilidade da moeda (art. 164 da CF/1988 e Leis Complementares 101/2000 e 179/2021), à promoção do desenvolvimento nacional (arts. 3º, II, e 192 da CF/1988, e Lei 4.595/1964), à busca do pleno emprego (art. 170, VIII, da CF/1988 e Lei 7.998/1990), à redução das desigualdades sociais e regionais (art. 170, VII, da CF/1988), à proteção do meio ambiente (art. 170, VI, da CF/1988), à sustentabilidade da dívida pública (art. 164-A da CF/1988), dentre outros valores e objetivos constitucionais. Todos esses bens jurídicos, direta ou indiretamente correlacionados, convergem para a institucionalização de uma ordem monetária compatível com os fundamentos e as finalidades do Estado Democrático de Direito.

À luz da Constituição de 1988, o conceito de Constituição Monetária pode ser compreendido como o **bloco normativo estruturante**,⁹ formado por princípios e regras de hierarquia constitucional, bem como por normas de caráter complementar, que disciplinam o exercício do poder monetário pelo Estado soberano, em articulação com as entidades integrantes do sistema financeiro nacional. Esse bloco normativo orienta a formulação da política monetária e a utilização dos instrumentos de regulação e intervenção sobre a moeda e os demais meios de pagamento, o crédito, o câmbio e o próprio sistema financeiro nacional.

O objetivo fundamental da Constituição Monetária consiste em assegurar a todos o acesso a uma ordem monetária caracterizada pela estabilidade da unidade de conta, pela disponibilidade de meios e sistemas de pagamento universalmente acessíveis, seguros e eficientes, e pela oferta de crédito em condições equitativas. Esse estado de coisas corresponde ao ideal da Constituição Monetária, a qual visa, em última análise, promover e garantir uma **ordem monetária razoavelmente funcional e equitativa**.

Essa ordem monetária razoavelmente funcional e equitativa possui *status* de princípio jurídico implícito na Constituição de 1988.¹⁰ Em sua dimensão objetiva, esse princípio constitucional consagra um estado ideal de coisas a ser promovido e preservado pelo Direito. Deve, assim, ser interpretado e aplicado como um mandado de otimização, isto é, como uma ordem para que tal estado ideal de coisas seja realizado na maior medida possível, dentro das possibilidades fáticas e jurídicas de cada momento histórico, e como um direito difuso, ou seja, cuja titularidade é atribuída à coletividade como um todo, e não a indivíduos específicos.¹¹

9 Em sentido jurídico, correspondente ao bloco normativo integrado inclusive, mas não exclusivamente, pelos arts. 1º, II e III, 3º, I a IV, 21, VII e VIII, 22, VI, VII e XIX, 48, XIII e XIV, 153, V, 159, I, “c”, 159-A, II, 163, VI e VII, 164, 164-A, 192, 239, § 1º, da CF/1988, acrescido das leis complementares 101/2000, 105/2001, 130/2009 e 179/2019, assim como por grande parte da Lei 4.595/1964, a qual possui *status* de lei complementar.

10 ALEXY, Robert. *Teoria da Argumentação Jurídica*: a teoria do discurso racional como teoria da fundamentação jurídica. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013; ALEXY, Robert. *Teoria dos direitos fundamentais*. 3. ed. São Paulo: Juspodium, 2024; ÁVILA, Humberto. *Teoria dos Princípios*: da definição à aplicação dos princípios jurídicos. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2004; e BARCELLOS, Ana Paula de. *A Eficácia Jurídica dos Princípios Constitucionais*: o Princípio da Dignidade da Pessoa Humana. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

11 Em sentido semelhante, a Corte Constitucional da Alemanha, em importante precedente, já declarou não haver em seu ordenamento direito individual à proteção do valor da moeda, baseada na evidência empírica de que é impossível ao Estado garantir de modo absoluto o valor do dinheiro. O máximo que o Estado e a Constituição Alemã poderiam garantir, segundo a Corte Constitucional, seria uma ordem monetária razoavelmente funcional (Case n. 2, BvR 1877/97, 97, 350). Com as devidas cautelas, considera-se que raciocínio análogo seja aplicável à ordem constitucional brasileira, no que se refere à promoção e proteção dos aspectos objetivos vinculados à concretização da ordem monetária razoavelmente funcional e equitativa.

I O debate sobre “*rules versus discretion*” e as origens dos regimes de metas de inflação

No que se refere à condução da política monetária, pode-se identificar as origens do regime de metas de inflação a partir do debate sobre *rules versus discretion* (regras *versus* discricionariedade), que se inicia nos Estados Unidos da América (EUA) na década de 1930. Não por acaso, foi neste período, após a posse do Presidente Franklin Roosevelt, que houve o abandono do padrão-ouro em 1933, o qual servia, até então, senão como uma regra, ao menos como uma limitação natural à discricionariedade da autoridade monetária daquele país, o que ensejou discussões sobre a eventual necessidade de um mecanismo substituto.¹²

Esse debate envolveu duas grandes correntes do pensamento monetário: de um lado, a tradição das regras, formulada no âmbito da academia, pelo pensamento de viés econômico-liberal, e, de outro, a tradição da discricionariedade, estabelecida entre economistas e agentes públicos ligados à condução prática da política monetária no âmbito do Tesouro e do Banco Central dos EUA, o Federal Reserve (Fed).¹³

A vertente das regras teve como principais representantes os economistas Henry Simons¹⁴ e Milton Friedman,¹⁵ filiados às tradições do pensamento econômico-liberal da Escola de Chicago e que propunham o estabelecimento de normas rígidas para balizar a condução da política monetária.

Esses economistas eram críticos da discricionariedade por entenderem que os bancos centrais careceriam do conhecimento completo e das informações necessárias para a condução de uma política monetária bem-sucedida, considerando ainda que os seus efeitos tipicamente se produzem após longos períodos e com variáveis intervalos de defasagem. Existiria o risco de que o ajuste fino discricionário pudesse tornar a economia menos, e não mais estável, do que pretendido pelas autoridades monetárias. Ademais, segundo esses economistas, um sistema econômico liberal não poderia funcionar adequadamente em um ambiente de extrema incerteza quanto às ações da autoridade monetária, e, por isso, as suas decisões deveriam ser pautadas por regras bem definidas em lei.

Esses argumentos, no entanto, acabaram se provando elusivos na prática. A ausência de conhecimento completo ou de todas as informações necessárias por parte dos bancos centrais não significa necessariamente que se estará em melhor posição renunciando ao controle da política monetária ou simplesmente relegando-o a uma regra cega. Isso também vale contra o argumento da suposta ameaça ao sistema econômico liberal: as competências discricionárias são uma realidade em diversas áreas da regulação da vida cotidiana sem que se tenha observado, até o momento, qualquer incompatibilidade ou ameaça de descontinuidade daquele sistema econômico.

Esses argumentos, aliás, não escaparam à fina ironia de Abba Lerner, em resenha crítica à obra de Milton Friedman:

Há mais de vinte anos, escrevi uma parábola na qual uma economia que carecia de um mecanismo adequado para regular o nível da demanda efetiva era representada por **um automóvel construído sem volante**. Ele circulava em uma rodovia com bordas elevadas, de modo que, se um carro

¹² EDWARDS, Sebastián. *American Default: The Untold Story of FDR, the Supreme Court, and the Battle over Gold*. Princeton: Princeton University Press, 2018; e MACESICH, George. *Monetary Policy and Politics: rules versus discretion*. Westport: Praeger, 1992.

¹³ SIMONS, Henry C. *Rules versus Authorities in Monetary Policy*. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 44, n. 1, p. 1-30, 1936; TAVLAS, George S. In Old Chicago: Simons, Friedman and the Development of Monetary-Policy Rules. *Journal of Money, Credit and Banking*, Hoboken, v. 47, n. 1, p. 99-121, 2015; e MACESICH, op. cit., 1992.

¹⁴ SIMONS, op. cit., 1936.

¹⁵ FRIEDMAN, Milton. *A Program for Monetary Stability*. Nova York: Fordham University, 1960.

tendesse a sair da estrada, as bordas elevadas giravam as rodas dianteiras, fazendo-o voltar em um ziguezague perigoso. Nessa parábola, a sugestão de um volante para o automóvel foi contestada por um passageiro: “*Suponha que tivéssemos um volante*”, protestou ele, “*e alguém o segurasse quando chegássemos a um meio-fio! Ele impediria a rotação automática do volante e certamente capotaríamos. Além disso, acreditamos na democracia e não podemos dar a ninguém a autoridade extrema de vida e morte sobre todos os ocupantes do carro. Isso seria ditadura.*” Muitas vezes pensei que a parábola fosse exagerada, mas o livro recente do Professor Milton Friedman é essencialmente uma apresentação muito sofisticada da posição de quem se opõe ao volante.¹⁶ (grifou-se)

Outro argumento em favor das regras, mas não menos polêmico, foi o da inconsistência temporal (“*time inconsistency*”), introduzido nesse debate por Kydland e Prescott em 1977. Segundo esses autores, caso deixada à livre condução discricionária pelos bancos centrais, a política monetária apresentaria um viés inflacionário, já que essas autoridades tenderiam a ceder à tentação de obter ganhos políticos de curto prazo em termos de emprego e crescimento, em detrimento do controle da inflação. A solução para o problema da inconsistência temporal seria amarrar a política monetária por meio de uma regra rígida, que constituísse um compromisso confiável (*credible commitment*).¹⁷

Esse argumento também foi alvo da crítica empírica de autores como Alan S. Blinder, ex-banqueiro central, para quem o denominado viés inflacionário do Banco Central não restou comprovado na prática, senão em um curto período histórico, entre meados dos anos 1960 até os anos 1980, gravemente impactado por eventos extremos – a exemplo da Guerra do Vietnã, do fim do sistema monetário de Bretton Woods e dos dois choques do petróleo. O período subsequente, a partir dos anos 1990, não ratificou a teoria, muito pelo contrário, evidenciou um firme compromisso dos bancos centrais com o controle da inflação, mesmo diante de cenários de desemprego alto e persistente, além de outros custos sociais.¹⁸

Não obstante as críticas formuladas por Blinder, é inegável que, a partir da década de 1990, o processo de desinflação observado em diversos países também foi influenciado pela intensificação da globalização e pela liberalização dos fluxos de capitais internacionais. Esses fenômenos submeteram os governos nacionais a uma disciplina monetária e fiscal mais rígida imposta pelos mercados, ao mesmo tempo em que favoreceram a rápida difusão¹⁹ dos regimes de metas de inflação e a concessão de autonomia aos bancos centrais, seja *de jure* ou *de facto*.²⁰

Seja como for, é válido ilustrar as principais propostas de regras monetárias vinculadas a essa vertente. Nos anos 1930, Henry Simons propôs a adoção de um índice de preços como meta de política monetária. Este economista teve o mérito de antecipar, de forma pioneira, o critério que se tornaria padrão nos regimes de meta de inflação a partir dos anos 1990. Nada obstante, de acordo com a sua proposta, a persecução desse índice de preços ainda dependeria principalmente do manejo de instrumentos de política fiscal (tributos, despesas orçamentárias e dívida pública),

16 LERNER, Abba P. Review of A Program for Monetary Stability, by Milton Friedman. *Journal of the American Statistical Association*, Alexandria, v. 57, n. 297, p. 211-220, mar. 1962.

17 KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 85, n. 3, p. 473-491.

18 BLINDER, Alan S. *Central banking in theory and practice*. Cambridge, MA: MIT Press, 1998, p. 41.

19 OCDE. *Constitutions in OECD Countries: a comparative study*. Paris: OECD Publishing, 2022, p. 167 (“the benefit of central bank independence has become a standard policy recommendation made through the IMF/World Bank Financial Sector Assessment Program and OECD accession process since the 1990s”).

20 BUCKLE, Robert A. Distinguished Fellow Lecture: Monetary Policy and the Benefits and Limits of Central Bank Independence. *New Zealand Economic Papers*, v. 57, n. 3, p. 263-289, set. 2023. Disponível em: <https://www.rbnz.govt.nz/hub/-/media/project/sites/rbnz/files/publications/speeches/2023/bob-buckle-nzae-speech-final-21-june.pdf>.

e não propriamente de instrumentos de política monetária, o que resultaria em uma versão ainda incompleta, quando comparada ao padrão dos regimes atuais.²¹

Já nos anos 1960, a regra monetária proposta por Milton Friedman adotava como alvo o controle quantitativo do estoque monetário. Esse modelo chegou a ser experimentado pelo Fed por um breve período, entre 1979 e 1982, mas logo abandonado em função da dificuldade de se estabelecer definição clara de moeda e a capacidade quase ilimitada do sistema financeiro de criar sucedâneos monetários (ou “quase-moedas”), o que tornava inviável, na prática, o estabelecimento de uma meta quantitativa funcional.²²

De outro lado, havia a vertente da discricionariedade, derivada da prática dos bancos centrais. Segundo esse pensamento, a complexidade da economia jamais poderia ser subsumida a uma simples regra de condução da política monetária. A boa execução da política monetária dependeria da atribuição de certa margem de discricionariedade aos bancos centrais para a escolha e aplicação dos seus instrumentos de acordo com as circunstâncias de cada momento, a sua experiência prática e o seu melhor julgamento.²³ Ilustrativa desse posicionamento é a declaração proferida por Paul Volcker, enquanto ainda Presidente do Fed: “(...) existe um desejo compreensível por parte de alguns de abranger todas as considerações políticas em uma regra simples e relativamente rígida. Mas não conheço nenhuma regra desse tipo que seja adequada às nossas circunstâncias atuais. Elementos de julgamento me parecem inevitavelmente necessários (...)”.²⁴

No âmbito dessa tradição, além dos instrumentos clássicos de política monetária,²⁵ as medidas de regulação e controle do crédito bancário,²⁶ embora atualmente em desuso, também foram amplamente utilizadas pelo Fed, durante o período da Segunda Guerra até o início dos anos 1950. Neste período, o Banco Central dos EUA estava comprometido em colaborar com o Tesouro para a gestão da dívida pública e não podia manejar livremente a taxa de juros como instrumento de política monetária.²⁷

Essas medidas de regulação seletiva do crédito, na atualidade também conhecidas como “medidas macroprudenciais”,²⁸ tinham a virtude de auxiliar no combate à inflação e reduzir a necessidade de maior elevação da taxa de juros para a condução de políticas de contração monetária, mitigando assim efeitos indesejados de segunda ordem sobre o nível de investimentos produtivos e a gestão da dívida pública. Por outro lado, a sua aplicação seletiva, com base em discricionariedade

21 SIMONS, *op. cit.*, 1936; TAVLAS, George S. In Old Chicago: Simons, Friedman and the Development of Monetary-Policy Rules. **Journal of Money, Credit and Banking**, Hoboken, v. 47, n. 1, p. 99-121, 2015.

22 São estes: as operações de compra e venda de títulos públicos no mercado aberto, as operações de redesconto para fornecimento de liquidez ao sistema bancário e o ajuste do nível de depósitos compulsórios exigido às instituições financeiras. Ver: KRIPPNER, *op. cit.*, 2012, p. 119-120; TUCKER, Paul. *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*. Princeton: Princeton University, 2018, p. 414.

23 NELSON, Edward. From Friedman to Taylor: The Revival of Monetary Policy Rules in the 1990s. **Finance and Economics Discussion Series**, Washington, D.C., n. 2025-023, 2025, p. 7.

24 No original: “(...) there is an understandable yearning by some to encompass all policy considerations in a simple, relatively rigid rule. But I know of no such rule reliably suited to our present circumstances. Elements of judgment seem to me inevitably necessary (...)”. VOLCKER, Paul A. **Testemunho perante o Comitê de Orçamento da Câmara dos Deputados dos EUA**. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, 8 mar. 1983. Disponível em: <https://fraser.stlouisfed.org/title/451/item/8273>.

25 KRIPPNER, Greta R. **Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance**. Cambridge: Harvard University, 2012, p. 110-112.

26 DINOVELLI, Benjamin. The Federal Reserve's Forgotten Credit Mandate. **Harvard Law Review**, Cambridge, v. 138, n. 7, p. 1887-1910, 2025, p. 1893-1898.

27 Trata-se do período que precedeu a celebração do Acordo entre o Fed e o Tesouro para restabelecimento da sua autonomia. Ver: EUA. Fed. The Treasury-Fed Accord. **Federal Reserve History**, Washington, D.C., 22 nov. 2013; e GARBADE, Kenneth D. **After the Accord: A History of Federal Reserve Open Market Operations, the US Government Securities Market, and Treasury Debt Management from 1951 to 1979**. Cambridge: Cambridge University, 2021.

28 GOODHART, Charles A. E. The role of macro-prudential policy. In: CONTI-BROWN, Peter; LASTRA, Rosa M. (Orgs.). **Research Handbook on Central Banking**. Cheltenham: Edward Elgar, 2018, p. 508-517; THIEMANN, Matthias. Macro-prudential Regulation Post-Crisis and the Resilience of Financialization. In: *The Routledge International Handbook of Financialization*. London: Routledge, 2020; e THIEMANN, Matthias. *Taming the Cycles of Finance? Central Banks and the Macro-prudential Shift in Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2024.

administrativa, desagradava o segmento econômico-liberal da academia, assim como setores econômicos da indústria e do comércio, que se mobilizaram politicamente para derrubá-la.²⁹

A autorização legal para a utilização do controle seletivo do crédito foi revogada no início dos anos 1950, mas em 1969 foi restaurada, por meio do *Credit Control Act*. Ainda assim, permaneceu em desuso, até que, em 1980, foi finalmente aplicada pelo Fed em reforço ao choque de juros promovido por Paul Volcker para controlar o surto inflacionário durante o mesmo período, no que foi bem-sucedida.³⁰ A medida, no entanto, gerou uma forte recessão e imensa rejeição da opinião pública, sendo suspensa pelo Fed no mesmo ano. Em 1982, a autorização legal para o controle do crédito foi finalmente revogada pelo Congresso, fazendo com que esse instrumento deixasse de ser empregado pelo Fed.³¹

A partir de meados dos anos 1980, o Fed também abandonou o experimento de controle quantitativo de agregados monetários iniciado em 1979, com inspiração nas ideias de Friedman, em face dos seus problemas práticos inerentes. A autoridade monetária voltou então a se concentrar somente no controle da taxa básica de juros, mas ainda sem reconhecer publicamente que o fazia. Externamente, preferiu continuar a sustentar o discurso de que a sua ação tinha como alvo métricas quantitativas, e não propriamente o controle e definição da taxa básica de juros (*“federal funds rate”*).³²

Na época, prevalecia, entre os dirigentes do Fed, a crença de que a eficácia da política monetária dependeria do sigilo sobre determinados aspectos da sua condução e que a adoção de uma transparência excessiva poderia suscitar controvérsias e pressões políticas indesejadas, seja sobre os objetivos, seja ainda sobre quais seriam os instrumentos mais adequados para o exercício da sua função como autoridade monetária.³³

No início dos anos 1990, a partir dos trabalhos de John Taylor, a regra informal de política monetária que norteava a atuação discricionária do Fed foi finalmente decifrada e exposta ao público. Conforme evidenciado por Taylor, de 1987 a 1992, sempre que a inflação nos EUA superava a taxa de 2% a.a., o Fed promovia um aperto monetário por meio de um aumento proporcional na taxa básica de juros, o que ficou conhecido como “regra de Taylor”.³⁴

Essa regra até hoje ainda exerce grande influência na literatura econômica e na condução da política monetária por diversos outros bancos centrais. Contudo, a despeito da descoberta de Taylor, o Fed ainda permaneceu por um longo tempo sem se vincular publicamente a um regime de metas de inflação, de modo a preservar maior margem de discricionariedade na condução da política monetária.³⁵

29 DINOVELLI, *op. cit.*, 2025, p. 1.898.

30 KRIPPNER, *op. cit.*, 2012, p. 116-120.

31 DINOVELLI, *op. cit.*, 2025, p. 1.898-1.905. No Brasil, o art. 4º da Lei 4.595/1964 ainda mantém essa competência no rol de atribuições do Conselho Monetário Nacional: “VI – Disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas, inclusive aceites, avais e prestações de quaisquer garantias por parte das instituições financeiras”.

32 KRIPPNER, *op. cit.*, 2012, p. 114.

33 KRIPPNER, *op. cit.*, 2012, p. 123-124. Sobre o mito do segredo como instrumento de poder e mecanismo de autoproteção da Administração, ver: CHEVALLIER, Jacques. Le mythe de la transparence administrative. In: **Information et transparence administratives**. Paris: PUF, 1988, pp. 243 e 254 (“O sigilo é, de fato, o caminho mais seguro para a administração manter os cidadãos ‘à distância’, a fim de se proteger de pressões e preservar a ‘serenidade’ de suas decisões (...) ao se envolver em mistério, a administração se protege das pressões sociais e se torna intocável: adornada com o privilégio do sagrado, surge como um poder tutelar, distante e majestoso, cujo papel é pacificar e unificar a sociedade, buscando o ‘bem comum’, o interesse geral” [tradução livre]).

34 TAYLOR, John B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Amsterdã, v. 39, p. 195-214, 1993.

35 KRIPPNER, *op. cit.*, 2012, p. 123-124.

2 A evolução dos regimes de metas de inflação no plano internacional

Nos anos 1990, a Nova Zelândia foi o país pioneiro a adotar de modo formal o regime de metas de inflação. A mudança foi introduzida pelo Reserve Bank of New Zealand Act de 1989, que, em seu bojo, também conferiu autonomia operacional ao Banco Central neozelandês. A inovação foi parte de uma ampla reforma econômica de viés liberalizante conduzida pelo Partido Trabalhista, na tentativa de reverter um longo período de baixo crescimento econômico naquele país.³⁶

Dentre as características inovadoras desse regime, destacou-se o fato de a meta de inflação ser definida por meio de um acordo bilateral entre o Ministro das Finanças e o Presidente do Banco Central independente, e formalizada em documento público (*Policy Targets Agreement*).³⁷ A meta de inflação passou a ser fixada com base em um intervalo (entre 0% e 2%) e prevista para ser cumprida dentro do horizonte de um ano. O índice de preços eleito para controle da meta de inflação baseou-se no conceito de inflação núcleo (*“core inflation”*), sendo projetado para desconsiderar os impactos inflacionários ocasionados por choques de oferta temporários e outros fatores circunstanciais.³⁸

O regime também previu a possibilidade de destituição do presidente do Banco Central, caso a meta de inflação não fosse cumprida, mas sem que se configurasse como uma sanção de aplicação automática, isto é, comportando uma certa margem de apreciação por parte dos órgãos políticos.

Dentre os desdobramentos positivos da experiência da Nova Zelândia, destacou-se a conquista efetiva da estabilidade de preços, com a manutenção de um crescimento econômico moderado. Por outro lado, entre os aspectos negativos, verificou-se uma maior elevação da taxa de juros reais, maior apreciação cambial e prejuízo para a competitividade da indústria local e do setor exportador.³⁹

O regime de metas de inflação inspirado no modelo neozelandês não pode ser caracterizado como um regime que atribua livre discricionariedade à autoridade para **condução da política monetária**, como originalmente propugnado pela **corrente da discricionariedade**, nem como uma regra mecânica que resulte na vinculação absoluta das decisões do Banco Central, como a princípio idealizado pela **corrente das regras**. Trata-se, com efeito, de um modelo híbrido, que reflete uma solução de compromisso entre as duas vertentes.

Em termos jurídicos, o regime de metas de inflação pode ser categorizado como uma espécie de arcabouço (*framework*), o qual confere ao Banco Central autonomia operacional e um espaço para o exercício de uma discricionariedade técnica limitada.⁴⁰

Esse arcabouço permite à autoridade monetária escolher a abordagem, os instrumentos, o estilo da comunicação e, principalmente, o momento para aplicação de cada medida, no intuito de cumprir a meta de inflação e alcançar os demais objetivos da política monetária. Por outro lado, o mesmo arcabouço também é balizado por regras objetivas, a exemplo das normas que definem as metas de inflação (específicas, verificáveis e com prazo certo de execução), dos deveres de transparência (na comunicação das metas e na operacionalização dos instrumentos e na prestação de contas) e dos critérios de responsabilização (*accountability*) dos dirigentes do Banco Central. Essas regras, em caso de descumprimento, sujeitam as autoridades monetárias responsáveis a sanções tanto

36 Para uma avaliação dos primeiros dez anos do regime de metas na Nova Zelândia e suas principais características, conferir: BERNANKE, Ben S. et al. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton: Princeton University, 1999, p. 86-114.

37 Acordo de Metas de Inflação, em tradução livre.

38 São exemplos desses fatores econômicos conjunturais expurgados do índice de preços para controle da meta de inflação no regime neozelandês: oscilações abruptas e significativas nos preços de energia e commodities internacionais, como petróleo e alimentos; mudança nos termos de troca do comércio internacional; o efeito decorrente de aumento ou redução de tributos incidentes sobre o consumo; o impacto de crises provocadas por fatores externos à economia, como desastres naturais, epidemias e guerras; dentre outros fatores. Conferir: BERNANKE et al., *op. cit.*, 1999, p. 93-95.

39 BERNANKE et al., *op. cit.*, 1999, p. 111.

40 BERNANKE et al., *op. cit.*, 1999, p. 300: “[i]nflation target is not a rule. Rather, it is a framework that allows for the exercise of ‘constrained discretion’”.

reputacionais,⁴¹ quanto jurídicas, muito embora a sua efetiva aplicação também comporte certa margem de apreciação por parte dos órgãos políticos competentes.

O regime introduzido pela Nova Zelândia nos anos 1990 notabilizou-se como uma espécie de laboratório, a partir do qual outros países desenvolvidos que a seguiram, a exemplo do Canadá (1991), Israel (1992), Reino Unido (1992), Austrália (1993) e Suécia (1993)⁴², puderam extrair lições, positivas e negativas, antes de decidirem, por si próprios, adotar modelos semelhantes, inclusive com certas variações.⁴³

Ao longo dos anos 1990, seguindo o exemplo da Nova Zelândia e de outros países desenvolvidos, mas também influenciados pelo contexto global de promulgação de constituições democráticas, liberalização dos mercados financeiros internacionais, competição entre países pela confiança dos investidores externos e ceticismo destes últimos quanto à capacidade das novas instituições democráticas produzirem políticas consistentes de longo prazo⁴⁴, muitos países em desenvolvimento realizaram reformas legislativas no intuito de despolitizar as suas decisões de política monetária, por meio da adoção de regimes de metas de inflação e da atribuição de autonomia aos seus bancos centrais, *de jure* ou *de facto*. São exemplos desses países a Polónia (1998), Coreia do Sul (1998), Brasil (1999), Chile (1999), Colômbia (1999), África do Sul (2000), Tailândia (2000), Turquia (2000), Hungria (2001), México (2001), Filipinas (2002), Peru (2002), Guatemala (2005), Indonésia (2005) e Gana (2007)⁴⁵.

Paralelamente, nos EUA, a partir de 1994, o Fed, mesmo sem ainda se vincular formalmente a um regime de metas de inflação, passou a divulgar publicamente a taxa de juros alvo definida a cada reunião do seu Comitê de Política Monetária (FOMC), alinhando-se à política de transparência já adotada por bancos centrais de outros países. Por meio dessa estratégia, o Fed buscou aumentar a eficácia e reduzir os custos da sua política monetária, fazendo com que os agentes econômicos ajustassem mais rapidamente as suas expectativas, de modo a contribuir ativamente para o cumprimento da missão do Banco Central.⁴⁶

41 Segundo Daniel Carpenter, a reputação institucional corresponde ao conjunto de crenças mantidas pelas diversas audiências sobre a missão, capacidade e deveres de uma instituição ou seus dirigentes, considerando especialmente as dimensões técnica, de performance, moral e jurídico-procedimental. Segundo esse mesmo autor, a reputação é um ativo intangível que confere poder e autoridade à organização e aos indivíduos que a detêm, de modo que estes tendem a adotar uma postura zelosa em protegê-la, preservá-la e até ampliá-la, inclusive diante de ameaças e ataques, potenciais ou reais (CARPENTER, Daniel. **Reputation and Power: organizational image and pharmaceutical regulation at the FDA**. Princeton: Princeton University Press, 2010, p. 43-70). O conceito de reputação institucional, conforme esboçado por Daniel Carpenter, é bastante útil para compreender a lógica das sanções reputacionais previstas nos arcabouços de metas de inflação, a exemplo do dever de emissão de carta aberta reconhecendo o descumprimento da meta. Trata-se de um instrumento sutil, porém bastante eficaz, para induzir a instituição e seus dirigentes a perseguir as metas de inflação que lhes foram atribuídas, a fim de evitar possíveis danos reputacionais, tanto perante seus pares técnico-profissionais, quanto a sua audiência mais ampla. No mesmo sentido, ver: TUCKER, *op. cit.*, 2018, p. 97 (“[...] *impartiality and policy stability (i.e., credibility) are enhanced by tying the reputation of the agency heads to a well-defined, transparent mission [...]*”).

42 HAMMOND, Gill. *State of the Art of Inflation Targeting*. London: Bank of England, Centre for Central Banking Studies, CCBS Handbook No. 29, 2012. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/ccbs/resources/state-of-the-art-inflation-targeting>.

43 Nesses blocos e países, foram adotados diferentes modelos de definição da meta operacional de inflação, os quais refletiram um maior ou menor grau de autonomia dos bancos centrais e, respectivamente, uma menor ou maior legitimação democrática: (i) definição da meta pelo próprio banco central (e.g. União Europeia); (ii) pelo banco central em conjunto com o Poder Executivo (e.g. Nova Zelândia); (iii) pelo Poder Executivo isoladamente (e.g. Reino Unido); (iv) pelo Poder Legislativo (e.g. Suécia, a partir de 2022). Ver: SCHWARTZ, Pedro; CASTANEDA, Juan Enrique. *Central Banks: From Politically Independent to Market-Dependent Institutions*. Economic Affairs, v. 29, n. 3, p. 9-16, set. 2009.

44 ROBERTS, Alasdair S. **The Logic of Discipline: Global Capitalism and the Architecture of Government**. Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 9, 11 e 13, em tradução livre (“[...] a era da liberalização foi marcada por contradições. Ao longo dessa era, essas duas lógicas – da disciplina [de mercado] e da soberania popular – operaram simultaneamente, e frequentemente em oposição recíproca. [...] O embate entre [essas] ideias parece ter produzido um resultado que podemos descrever como soberania [popular] ampliada, [mas] dentro de um espaço mais reduzido. Os mecanismos de participação e fiscalização do Estado foram aprimorados, mas ao mesmo tempo a esfera em que a opinião pública tinha um efeito direto sobre o conteúdo das políticas ficaria limitada. [...] [T]arefas [estatais] essenciais para a operacionalização dos mercados globalizados passam a ser organizadas de modo a isolá-las da influência popular e dos caprichos da decisão política”); e OCDE. **Constitutions in OECD Countries: a comparative study**. Paris: OECD Publishing, 2022, p. 167 (“the benefit of central bank independence has become a standard policy recommendation made through the IMF/World Bank Financial Sector Assessment Program and OECD accession process since the 1990s”).

45 HAMMOND, *op. cit.*, 2012.

46 KRIPPNER, *op. cit.*, 2012, p. 113 e 127-129.

De fato, a partir da liberalização dos mercados financeiros internacionais, as expectativas dos mercados foram ganhando cada vez mais relevância e exercendo dominância sobre as decisões dos bancos centrais, a ponto de essas expectativas passarem a conduzir a política monetária, e não mais o oposto.⁴⁷

Aos bancos centrais, especialmente dos países em desenvolvimento, caberia simplesmente a tarefa de tomar decisões “responsáveis”, confirmando a cada momento as expectativas dos mercados e renovando a sua confiança.⁴⁸ Por outro lado, se ousassem “decepcioná-los”, a economia desses países ficaria exposta a graves turbulências cambiais e outros efeitos danosos, a exemplos das crises financeiras asiática (1997) e russa (1998), verificadas nesse mesmo período.⁴⁹

De outro giro, essas expectativas também se tornaram, quando não essenciais, bastante úteis para a condução da política monetária pelos bancos centrais, principalmente nos países desenvolvidos. Nos EUA, por exemplo, a partir de 2003, sob a gestão de Alan Greenspan, a técnica da orientação prospectiva (“*forward guidance*”) ganhou proeminência na comunicação do Fed.⁵⁰

A orientação prospectiva é uma técnica de comunicação dos bancos centrais que busca ancorar as expectativas do mercado sobre o comportamento futuro da autoridade na condução da política monetária. A lógica dessa técnica considera que, ao ajustar o seu comportamento futuro com base nessa orientação prospectiva, o mercado ajudaria o banco central de forma mais rápida e ativa no atingimento dos objetivos da política monetária, poupando-o de adotar maiores cortes ou elevações na taxa básica de juros para cumprir a sua missão.⁵¹

A técnica pode se manifestar sob duas modalidades típicas: (i) a *délfica*, inspirada no arquétipo do oráculo de Delfos, corresponde à comunicação sob a forma de uma simples previsão ou sinalização precária, em linguagem vaga, sujeita a alteração diante de fatos novos; e (ii) a *odisseana*, inspirada no personagem Ulisses da obra Odisseia, consubstancia uma promessa firme em linguagem explícita, como uma espécie de compromisso.⁵²

Desde a Grande Crise Financeira de 2008, a linguagem adotada pelo Fed nessas orientações foi se tornando cada vez mais explícita e precisa, de acordo com a progressiva gravidade dos cenários de crise financeira enfrentados, em que as taxas de juros necessitaram ser constantemente mantidas em patamares bastante próximos ao limite do zero nominal (“*zero lower bound*”).⁵³

A partir da Grande Crise Financeira de 2008, outros instrumentos de política monetária destinados a estimular a economia, originalmente vistos como não convencionais, passaram a ser adotados pelos bancos centrais de países desenvolvidos, a exemplo do afrouxamento quantitativo (*quantitative easing* ou “QE”), empregado pelo Federal Reserve após a Grande Crise (2008-2014) e,

47 KRIPPNER, op. cit., 2012, p. 129 e 134 (“[u]nder transparency, policymakers learned to follow rather than lead markets, restricting adjustments in the interest rate target to ‘validating’ changes that had already occurred in the market. [...] Policymakers, it increasingly appeared, did not set policy: they merely validated market expectations of policy, consistent with the balance of risks in the economy”).

48 Alan S. Blinder, em 2004, já alertava sobre os perigos de um banco central que segue os mercados em vez de conduzi-los, pois isso, na sua visão, equivaleria à privatização das decisões de política monetária: “[t]his hypothetical (and you might say, wimpy) central bank would read what the markets expect it to do from the term structure of interest rates, from prices observed in federal funds market and, perhaps, from the foreign exchange markets. Then it would deliver precisely that policy. Monetary policy decisions would be effectively privatized” (BLINDER, Alan S. **The Quiet Revolution**: Central Banking Goes Modern. New Haven: Yale University, 2004, p. 94).

49 ROBERTS, Alasdair S. **The Logic of Discipline**: Global Capitalism and the Architecture of Government. Oxford: Oxford University Press, 2010.

50 BERNANKE, op. cit., 2022, Ben S. **21st Century Monetary Policy**: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19. Nova York: W. W. Norton & Company, 2022, pp. 97-98.

51 BERNANKE, op. cit., 2022, pp. 299-301.

52 BERNANKE, op. cit., 2022, pp. 301-307.

53 BLINDER, Alan S. **A Monetary and Fiscal History of the United States, 1961-2021**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2022, p. 320-321.

novamente, após a pandemia (2020-2022), e do controle da curva de juros (*yield curve control* ou “YCC”), aplicado pelo Banco Central do Japão durante a sua prolongada luta contra a deflação (2016-2024).⁵⁴ O uso desses instrumentos, aparentemente, não alterou o compromisso dos bancos centrais com o regime de metas de inflação, nada obstante ainda permaneça algo bastante controverso.⁵⁵

Em 2012, o Fed, sob a liderança de Ben Bernanke, também rompeu com a tradição de opacidade e sigilo do seu antecessor Alan Greenspan. Naquele ano, o Banco Central passou a reconhecer publicamente a adoção do regime de metas de inflação (2%),⁵⁶ muito embora, como visto acima, esse padrão já orientasse as decisões de política monetária dos EUA desde o final dos anos 1980, conforme ficou evidenciado pela regra de Taylor.

Já em 2020, na presidência de Jerome Powell, o Fed anunciou uma nova abordagem para o seu regime de metas, denominada metas de inflação média flexíveis (“*flexible average inflation targeting* – FAIT”). De acordo com essa nova sistemática, o Fed passaria a buscar cumprir a sua meta de inflação considerando as taxas médias ao longo dos anos, ou seja, poderia, segundo o seu melhor julgamento, compensar as eventuais ultrapassagens temporárias da meta com taxas de inflação que tivessem ficado aquém da meta em períodos anteriores ou posteriores. No mesmo ano, o Fed também anunciou que passaria a revisar o seu arcabouço de metas de inflação a cada quinquênio.⁵⁷

Desde 2018, foram observados também importantes movimentos de inserção de novos objetivos, concorrentes ou secundários, aos mandatos principais de promoção da estabilidade de preços dos bancos centrais.

Na Nova Zelândia, em 2018, uma coalizão política liderada pelo Partido Trabalhista promoveu a modificação do *Reserve Bank of New Zealand Act*, a fim de estabelecer um duplo mandato: promoção da estabilidade de preços e do nível máximo sustentável de empregos.⁵⁸ Em 2023, contudo, motivado pelo surto inflacionário⁵⁹ ocorrido no período após a pandemia, uma coalizão política de partidos conservadores revogou esse duplo mandato, restaurando a estabilidade de preços como única e principal missão do Banco Central neozelandês.

A adoção de mandatos secundários vinculados à promoção da sustentabilidade ambiental também foi uma tendência iniciada a partir dos anos 2020, com o Banco da Inglaterra (2021) e o Banco Central Europeu (2022) passando a reconhecê-los expressamente. Nada obstante, ainda

54 Os críticos desses instrumentos não convencionais de política monetária alegam que o seu emprego, por períodos prolongados, possui baixa eficácia no estímulo à economia real, mas produz graves distorções nos preços de ativos financeiros, aumentando a desigualdade econômica e gerando expansão desmedida do balanço do Banco Central. Essas políticas também ensejam questionamentos sobre a própria legitimidade do Banco Central para definir e implementar intervenções de grande impacto na ordem econômica, sem que seus dirigentes tenham sido democraticamente eleitos, nem sequer tenham mandato para tanto. Por fim, uma vez iniciadas, há uma grande dificuldade de desmobilização dessas políticas (“retorno ao normal”), exigindo grande cautela e monitoramento por parte do Banco Central, no âmbito de uma descontinuação sempre lenta e gradual.

55 Sobre essas e outras críticas ao QE, ver: BESSENT, Scott. The Fed’s New “Gain-of-Function” Monetary Policy. *The International Economy*, set. 2025. Disponível em: https://www.international-economy.com/TIE_Sp25_Bessent.pdf; e PETROU, Karen. *Engine of Inequality: The Fed and the Future of Wealth in America*. Hoboken: Wiley, 2021.

56 BERNANKE, *op. cit.*, 2022, p. 344; BLINDER, Alan S. *op. cit.*, 2022, p. 320; e BINDER, Sarah; SPINDEL, Mark. *The Myth of Independence: How Congress Governs the Federal Reserve*. Princeton: Princeton University Press, 2017, 225-226.

57 BERNANKE, *op. cit.*, 2022, p. 344 e 349-350.

58 Em abril de 2018, o governo neozelandês publicou um documento oficial propondo alterações ao Reserve Bank of New Zealand Act 1989, com o objetivo de “reconhecer formalmente o importante papel da política monetária na redução da duração e da profundidade dos períodos de desemprego” e “promover o bem-estar da população”. O mesmo documento destacou que “a finalidade última da política monetária é melhorar o padrão de vida dos neozelandeses”, e que a estabilidade de preços “não é um fim em si mesmo, mas um meio para uma economia sustentável e próspera”. Conferir: NOVA ZELÂNDIA. The Treasury. *Modernising New Zealand’s Monetary Policy Framework: Phase One*. Wellington, 2018.

59 É importante observar que esse surto inflacionário pós-pandemia foi verificado não só na Nova Zelândia, mas também em diversos outros países. Por isso, bem-vistas as coisas, a inflação no período pós-pandemia deve ser reconhecida como um fenômeno mundial, decorrente de choques de oferta ocasionados por quebras das cadeias produtivas globais, impactadas pelas políticas sanitárias de *lock-down* durante a pandemia, e não propriamente creditada à atribuição de um duplo mandato ao Banco Central neozelandês. Em sentido semelhante, confira-se por exemplo o diagnóstico de Ben Bernanke e Olivier Blanchard sobre as causas da inflação nos EUA no período pós-pandemia (BLANCHARD, Olivier. What Caused the US Pandemic-Era Inflation? *American Economic Journal: Macroeconomics*, Nashville, v. 17, n. 3, p. 1-35, 2025).

há grande ceticismo sobre a legitimidade política ou mesmo quanto à adequação de se utilizar os instrumentos de política monetária para a promoção de objetivos ambientais.⁶⁰

Em 2022, uma importante inovação institucional ocorreu na Suécia, país detentor do banco central mais antigo do mundo, o Riksbank. Por meio da reforma da lei orgânica do seu Banco Central, atribui-se ao Poder Legislativo a competência para a aprovação final da meta específica de inflação e do seu respectivo índice de mensuração. Nada obstante, reservou-se ainda ao Riksbank a iniciativa privativa para elaborar a proposta de meta de inflação, a ser submetida à aprovação do Parlamento. Essa medida sinaliza a busca por uma maior legitimação democrática e pluralismo político para as decisões que fixam as metas de inflação, inaugurando um possível novo capítulo na evolução desse regime.⁶¹

De fato, desde os anos 1990, com o aprofundamento da globalização, observou-se nas democracias ocidentais uma progressiva delegação de competências estatais relevantes a órgãos tecnocráticos independentes, o que ficou conhecido como o fenômeno da despolitização.^{62, 63} Esse fenômeno, embora tenha contribuído para um maior crescimento econômico, é apontado por muitos cientistas políticos como um dos principais responsáveis pelo fortalecimento da antipolítica, assim entendida como o desencantamento dos eleitores com o processo político e um sentimento de indiferença em relação à democracia. A partir dos anos 2010, após a Grande Crise Financeira, esse sentimento coletivo impulsionou os discursos “antissistema” e a popularidade de candidatos e partidos políticos extremistas que, em verdade, conspiram contra a própria ordem democrática.⁶⁴

Nesse contexto, a inovação sueca de reinserir a participação democrática e o pluralismo político na definição das metas de inflação, que é um aspecto central da política econômica de qualquer país, em reversão aos excessos da despolitização, tende a se revelar um expediente promissor, seja como forma de conferir maior legitimidade e equilíbrio à condução da política monetária, seja ainda como meio de auxiliar a renovação e fortalecimento do espírito das democracias em crise.

60 CULLEN, Jay. *Central Banks and Climate Change: Mission Impossible?* Journal of Financial Regulation, v. 9, n. 2, p. 174-209, 2023; BUCKLE, Robert A. *Distinguished fellow lecture: Monetary policy and the benefits and limits of central bank independence*. New Zealand Economic Papers, v. 57, n. 3, set. 2023, p. 19-20; WEIDMANN, Jens. *What Role should Central Banks play in Combating Climate Change?* In: DOMBRET, Andreas; KENADJIAN, Patrick S. (eds.). *Green Banking and Green Central Banking*. Berlin; Boston: De Gruyter, 2021, p. 159-168; e ISSING, Otmar. *Green monetary policy?* In: DOMBRET, op. cit., 2021, p. 187-188. Contra: LAGARDE, Christine. *Climate change and central banking*. Discurso proferido na conferência Green Banking and Green Central Banking, Frankfurt am Main, 25 de janeiro de 2021. Disponível em: <https://www.bis.org/review/r210127d.pdf>. Acesso em: 20 set. 2025.

61 SUÉCIA. Sveriges Riksbank. *The new Riksbank Act and the monetary policy framework*. Estocolmo, 2023, p. 57: “[a] slightly more significant change in the act concerns the specification of the inflation target – its level and the measure of inflation it shall relate to. The act now states that ‘The Riksbank shall, with the approval of the Riksdag, decide on the specification of the price stability target’. As before, the Riksbank shall take the initiative to the specification. The difference is that the Riksdag shall approve this specification before it applies”.

62 Sobre a relação entre despolitização (delegação de temas à gestão tecnocrática) e antipolítica (desilusão dos eleitores com a democracia e indiferença ao processo político), ver: HAY, Colin. *Why We Hate Politics*. Cambridge: Polity Press, 2007.

63 ROBERTS, Alasdair S. *The Logic of Discipline: Global Capitalism and the Architecture of Government*. Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 11-13 (“[...] a esfera na qual a opinião pública tinha um efeito direto sobre o conteúdo da política seria reduzida. Isso era mais obviamente verdadeiro em relação à intervenção do Estado na economia. O papel do governo nos assuntos econômicos passou a ser entendido como estritamente limitado. [...] a soberania [popular] foi limitada. [...] Criamos bancos centrais independentes para controlar a política monetária, agências independentes para administrar o que restava da função regulatória, organizações autônomas para arrecadar receitas e administrar portos e aeroportos, consórcios privados para fornecer infraestrutura básica e novos tribunais superiores internacionais para fazer cumprir as regras de comércio e investimento. Essas reformas, ao impor limites de escolha, empoderar novos grupos de tecnocratas-guardiões e proteger deliberadamente certos braços do Estado dos mecanismos que conferem influência à opinião popular, repudiaram a linguagem da soberania popular. [...] Uma nação que não consegue demonstrar sua imparcialidade na regulamentação dos negócios ou na resolução de disputas de investimento se verá incapaz de atrair investidores estrangeiros”).

64 VAN 'T KLOOSTER, Jens. op. cit., 2025, p. 629 (“By ceding power over money, politicians lose a tool to improve the lives of their constituents. Political scientists worry that the broader process of depolitization, in particular with regard to economic policy, hollows out democratic politics, which in turn drives political disengagement and benefits the far right”).

3 A origem histórica do regime de metas de inflação no Brasil

O regime monetário estabelecido no Brasil desde o golpe militar de 1964 refletia a consolidação de um projeto de forte controle e intervenção estatal. No contexto anterior à Constituição de 1988, a moeda e o crédito eram instrumentos centrais da política econômica nacional. Existia, ao lado do orçamento fiscal, um orçamento monetário, o qual permitia a livre emissão de moeda pelo Poder Executivo, a fim de suprir, de forma quase ilimitada, as necessidades de recursos para as políticas de desenvolvimento por meio do crédito subsidiado.⁶⁵

Esse antigo arranjo ficou marcado também pela ausência de uma clara separação de funções entre o Tesouro Nacional, o Banco Central e o Banco do Brasil, além de outras peculiaridades e improvisos,⁶⁶ as quais, embora tenham promovido de forma efetiva, ainda que pouco duradoura, o milagre econômico dos anos 1970, impuseram um grande sacrifício à estabilidade monetária, tornando a inflação altíssima um fenômeno natural.⁶⁷

A partir do advento da Constituição de 1988, após uma série de microrreformas financeiras⁶⁸ e uma sequência de planos econômicos e outras tentativas frustradas, o Brasil finalmente conseguiu alcançar a estabilidade monetária, por meio do Plano Real introduzido em 1994.

Nos primeiros cinco anos de vigência do Plano Real, a política monetária operou sob um regime de “âncora cambial”,⁶⁹ baseado na fixação artificial de uma paridade 1:1 entre o real e o dólar. No mesmo período, foram realizadas duas outras importantes alterações institucionais, as quais foram consideradas pelos ideólogos da equipe econômica do então governo Fernando Henrique Cardoso como fundamentais para o bom funcionamento da política monetária e o sucesso do Plano Real: a redução do número de membros do CMN e a criação do Comitê de Política Monetária, como órgão interno do Banco Central.

É interessante notar que ambas as medidas foram adotadas por atos normativos do Poder Executivo ou do próprio Banco Central, sem a participação do Congresso Nacional, confirmando o

65 Ver: VIANNA, Maria Lúcia Teixeira Werneck. **A administração do “milagre”**: o Conselho Monetário Nacional, 1964-1974. Petrópolis: Vozes, 1987, p. 114 (“Ao assumir o poder, a 15 de março de 67, Costa e Silva [...] declararia: ‘Será a segunda fase da Revolução’. [...] a consolidação de um sistema de autoridade monetária capaz de ditar *de cima* os rumos de um capitalismo forte para o Brasil.”).

66 Ver: NÓBREGA, Mailson da. Construção e desmonte das instituições fiscais. In: SALTO, Felipe; ALMEIDA, Mansueto (Orgs.) **Finanças públicas**: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade. Rio de Janeiro: Record, 2016. p. 31-32 (“O relacionamento entre este [Banco Central] e o BB seria feito temporariamente por intermédio de uma ‘conta movimento’. [...] A partir de 1967, as ‘reservas monetárias’ possuíam um orçamento próprio, aprovado pelo Conselho Monetário Nacional [...]. Nessas circunstâncias, o Conselho Monetário Nacional tinha poderes semelhantes aos de um rei medieval, que podia gastar sem autorização legislativa”).

67 Ver: FRANCO, Gustavo H. B. **O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária**: das origens aos dias atuais. In: BACHA, Edmar (Org.) **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 50 (“[...] a estabilidade da moeda tinha sua importância vastamente diminuída pela prioridade concedida ao desenvolvimento”).

68 Dentre essas, destacam-se alguns avanços institucionais ocorridos pouco antes do advento da Constituição de 1988, tais como: (i) a criação da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), como órgão responsável pela execução orçamentária, em substituição ao Banco do Brasil (Decreto 92.452/1986); (ii) a unificação dos recursos do Tesouro Nacional em Conta Única, muito embora esta ainda fosse mantida no Banco do Brasil (Decreto 93.872/1986); (iii) a transferência da gestão da dívida pública mobiliária federal para a STN, em lugar do Banco Central (Decreto 94.443/1987); (iv) a extinção do orçamento monetário, ficando vedado ao Banco Central suprir recursos para operações de crédito não estritamente vinculadas à execução da política monetária (Decreto 94.442/1987); e (v) a transferência dos fundos e programas de crédito do Banco Central para o Ministério da Fazenda (Decreto 94.442/1987). Muitas dessas disposições foram reforçadas e aprimoradas pela CF/1988, a exemplo da exigência de depósito das disponibilidades de caixa da União no Banco Central e da proibição de este último conceder empréstimos à União ou a qualquer entidade que não seja instituição financeira (art. 164, §§ 1º e 2º).

69 Segundo o relato de Gustavo Franco, o regime de âncora cambial adotado nos primórdios do Plano Real buscava reforçar a confiança na política monetária por meio da exigência legal de “lastreamento” das emissões da nova moeda em reservas internacionais de valor equivalente, administradas pelo Banco Central, nos termos do art. 3º da Medida Provisória 542/1994 e da Resolução CMN 2.082/1994. Conforme observado pelo mesmo autor, a medida teria tido um caráter meramente simbólico, diante da maior relevância de outras alterações institucionais posteriores, a exemplo da redução do número de membros do CMN, e, finalmente, da criação do Comitê de Política Monetária (Copom), órgão colegiado integrado pelos Diretores do Banco Central que passou a concentrar as decisões sobre a fixação da taxa básica de juros, nos termos da Circular BCB 2.698/1996. Vide: FRANCO, Gustavo H. B. **A moeda e a lei**: uma história monetária brasileira, 1933-2013. Rio de Janeiro: Zahar, 2017, p. 625-626 e 631-632.

modelo de “regulação executiva da moeda” que predominou no Brasil entre 1988 até 2018, conforme observado por Mario Schapiro:

(...) embora a Constituição exigisse não só lei, como lei complementar para a regulamentação do setor, as diversas reformas institucionais ocorridas entre 1994 e 2003 foram quase sempre conduzidas pelo Executivo (...). **Tratou-se, portanto, de um arranjo regulatório confeccionado na cadeia de comando e controle do Executivo, que contou com baixa participação do Congresso e parca disciplina legal.**⁷⁰ (grifou-se)

A primeira alteração, introduzida pela Medida Provisória 542/1994, consistiu na redução do número de membros do CMN, órgão máximo da regulação do sistema financeiro. A composição desse órgão ficou limitada aos Ministros da Fazenda e do Planejamento, e ao Presidente do Banco Central, eliminando dessa forma a anterior configuração baseada em representação de caráter corporativo.⁷¹ Conforme o relato de Gustavo Franco, tratou-se de

uma providência deliberada no sentido de deslocar para o Banco [Central] o eixo decisório dos assuntos pertinentes ao CMN, descaracterizando-o como ‘câmara setorial da moeda e do crédito’ (...). **Na prática foi como se o CMN tivesse sido desmobilizado, ou se tornado um órgão decorativo** (...). Ao concentrar poderes na equipe [do Plano Real], via redução do número de membros do CMN, bem como pela escolha dos dirigentes dos bancos federais, enviava-se uma clara mensagem ao público sobre a orientação das políticas monetária e fiscal a seguir.⁷² (grifou-se)

Em verdade, a redução do CMN também resultou em uma concentração desproporcional de poderes no Executivo, que passou a exercer, por meio daquele único órgão, o papel de regulador de última instância, sem qualquer interferência do Poder Legislativo, já que a lei complementar única prevista no art. 192 da CF/1988 jamais fora editada.⁷³

A segunda alteração se traduziu na criação do Comitê de Política Monetária (Copom), como órgão interno do BC, composto pelos membros da sua própria diretoria, com competência exclusiva para fixar a taxa de juros de curto prazo, o que na prática conferiu à autoridade monetária uma espécie de “autonomia operacional de fato” (ainda que não *de jure*).⁷⁴ A alteração foi introduzida por simples circular do Banco Central (Circular 2.698/1996), como resultado do esvaziamento do CMN, e fiel ao padrão de regulação executiva da moeda, predominante até 2018.

Segundo confessado por um dos seus principais ideólogos, tratou-se de uma “tentativa até mesmo improvisada” já que

[s]eria uma discussão difícil, talvez demorada e improdutiva, saber se o Copom deveria ser criado por lei ordinária, (...) o encaminhamento de projeto de lei seria demorado e polêmico, como costumam ser os trâmites de assuntos da espécie e sem garantias sobre o desfecho (...), [n]

70 SCHAPIRO, Mario Gomes, *op. cit.*, 2020, p. 143-144.

71 SCHAPIRO, Mario Gomes, *op. cit.*, 2020, p. 143-144.

72 FRANCO, Gustavo H. B., *op. cit.*, 2017, p. 621, 625 e 631. O mesmo autor salienta que a alteração do CMN somente pode ser realizada à revelia de lei complementar em função de a matéria não constar expressamente do rol do art. 192 da Constituição e já haver três precedentes anteriores de alteração por atos com força de lei ordinária (p. 622).

73 Conforme também observado por Mario Schapiro: “Nesta dimensão, o desenho constitucional brasileiro, assim como verificado em outros países da região, constitui um regime presidencialista com poderes desproporcionalmente concentrados no Executivo. No sistema financeiro, em particular, é o Executivo, e não o Congresso que exerce o poder de legislar (ou regular via CMN) e de ameaçar a burocracia a legislar, cumprindo assim o seu papel de ‘principal’ político” (Schapiro, Mario Gomes. *op. cit.*, 2020, p. 174).

74 FRANCO, Gustavo H. B., *op. cit.*, 2017, p. 635.

essas circunstâncias, foi mais fácil e mais prudente criar o Copom no interior do BC, através de uma circular, confundindo-se com a sua diretoria (...). Embora não a proclamasse, o Copom foi consagrando a tese da independência [sic] do Banco Central, **sem que a polêmica expressão tivesse de ser utilizada ou submetida a debates parlamentares.**⁷⁵ (grifou-se)

O Plano Real obteve inicialmente um grande êxito na estabilização do processo inflacionário. Entretanto, a estratégia de manutenção da paridade entre o real e o dólar resultou em uma apreciação crônica da taxa de câmbio da moeda nacional, gerando desequilíbrios comerciais externos persistentes. A dinâmica culminou com uma severa crise de balanço de pagamentos e no esgotamento das reservas internacionais mobilizadas para sustentar a paridade cambial, o que levou o governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso a firmar, ao final de 1998, um acordo de assistência financeira com o Fundo Monetário Internacional (FMI).⁷⁶

Em contrapartida ao pacote de auxílio, o Brasil teve que se comprometer com reformas estruturais, privatizações e maior controle fiscal, a fim de estabilizar a sua economia após a grave crise cambial. Surgiu, a partir daí, uma nova matriz de política macroeconômica, baseada na adoção de (i) câmbio flutuante; (ii) política de superávit primário e (iii) metas de inflação, o que ficou conhecido como o “tripé macroeconômico”.⁷⁷

Nesse contexto de crise dramática, observa-se que o regime de metas de inflação no Brasil foi introduzido por meio de um simples decreto (o Decreto 3.088/1999, atualmente substituído pelo Decreto 12.079/2024), e não por meio de lei em sentido formal, o que evidencia um déficit de legitimidade democrática na gênese desse arcabouço.⁷⁸

Conforme observado por Mario Schapiro, contribuiu para a escolha da forma de decreto o entendimento fixado pelo Supremo Tribunal Federal (STF), ao julgar a Ação Direta de Constitucionalidade 4, consoante o qual passou-se a exigir a edição de uma *única* lei complementar para regulamentar todas as matérias atinentes ao Sistema Financeiro Nacional previstas no art. 192 da CF/1988 (na redação original, anterior à Emenda Constitucional 40/2003). Isso, na prática, significou a interdição da via da lei complementar, diante do quórum legislativo mais elevado e da virtual impossibilidade de se formar um consenso político para regular em uma única lei uma ampla diversidade de temas financeiros.⁷⁹

Em que pese a sua gênese presidencialista-autoritária, típica do modelo de regulação executiva da moeda, o fato é que o regime de metas de inflação efetivamente se impôs ao Banco Central, o qual, a partir daí, passou a se submeter ao dever jurídico de perseguir as metas de inflação fixadas pelo CMN.

⁷⁵ FRANCO, Gustavo H. B., *op. cit.*, 2017, p. 632 e 635.

⁷⁶ DIEGO, Marcelo. **Operação de socorro**. Folha de São Paulo, São Paulo, 3 dez. 1998. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fio3129802.htm>.

⁷⁷ PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. O tripé, o trilema e a política macroeconômica. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. **Dossiê da crise IV: a economia brasileira na encruzilhada**. [S.l.]: Associação Keynesiana Brasileira, 2013. p. 10-18.

⁷⁸ De acordo com Gustavo Franco, a criação do regime de metas de inflação por meio de decreto se fundamentou no art. 4º da Lei 4.595/1964, a qual previa que as competências do CMN seriam exercidas “conforme diretrizes do Presidente da República”, de modo que o decreto atribuiu ao órgão a definição dos detalhes operacionais daquele regime, a exemplo da fixação da meta de inflação, dos intervalos de tolerância, do índice de preços e da metodologia de verificação (Franco, Gustavo H. B. *op. cit.*, 2017, p. 641).

⁷⁹ SCHAPIRO, Mario Gomes. **A regulação executiva da moeda: a variedade institucional da regulação monetária brasileira na Nova República**. Revista de Direito Administrativo, v. 279, n. 2, maio/ago. 2020, p. 162, disponível em: <https://www1.fgv.br/revistas/rda/article/download/82008/78225>. No mesmo sentido, ver: FRANCO, Gustavo H. B. *op. cit.*, 2017, p. 621, 625 e 631.

4 As principais características do regime de metas de inflação no Brasil

O regime de metas de inflação no Brasil, atualmente disciplinado pela LC 179/2021 e pelo Decreto 12.079/2024, que sucedeu o Decreto 3.088/1999, é inspirado no modelo neozelandês e, assim como este, pode ser categorizado como uma espécie de arcabouço (*framework*), que confere ao Banco Central um espaço para o exercício de uma discricionariedade técnica limitada.⁸⁰

Desde 2021, o Banco Central goza de garantia formal de autonomia técnica e operacional, conferida pela LC 179, em face do Poder Executivo. Os seus dirigentes passaram a deter mandato por prazo fixo de quatro anos e estabilidade no cargo (art. 4º da LC 179/2021). É admitida a exoneração somente a pedido do próprio dirigente, por motivo de enfermidade incapacitante, condenação proferida por órgão colegiado por improbidade ou crime que impossibilite acesso a cargos públicos, ou ainda por comprovado e recorrente desempenho insuficiente no cumprimento dos objetivos (art. 5º da LC 179/2021).

Trata-se de um arcabouço jurídico integrado por conceitos vagos, de índole técnica e científico-econômica (a exemplo do conceito de “estabilidade de preços”, previsto no art. 1º da LC 179/2021, e de “políticas necessárias”, previsto no art. 3º do Decreto 12.079/2024), os quais conferem uma margem de discricionariedade para a autoridade monetária, dentro dos limites razoavelmente admitidos pela esfera técnica ou científica de referência, mesmo não havendo uma única resposta correta em cada caso.⁸¹

Na execução da política monetária, a discricionariedade técnica do Banco Central se manifesta principalmente no que se refere à escolha da abordagem (mais ou menos contracionista ou expansionista, a depender das circunstâncias), dos instrumentos (dentre aqueles autorizados por lei), do estilo da comunicação (em linguagem mais vaga ou específica) e, principalmente, do momento (*timing*) para aplicação de cada medida, no intuito de cumprir a meta de inflação e alcançar os demais objetivos da política monetária.

Por outro lado, esse mesmo arcabouço também é integrado por regras objetivas, externas à própria técnica ou ciência, a exemplo das normas que definem as metas de inflação (específicas, verificáveis e com prazo certo de cumprimento), dos deveres de transparência (na comunicação das metas, na operacionalização dos instrumentos e na prestação de contas) e dos critérios de responsabilização (*accountability*) dos dirigentes do Banco Central.

80. BERNANKE *et al.*, *op. cit.*, 1999, p. 300: “[i]nflation target is not a rule. Rather, it is a framework that allows for the exercise of ‘constrained discretion’”.

81. Fábio Medina Osório define a discricionariedade técnica como a “liberdade de escolha balizada pela Ciência e pela técnica” (OSÓRIO, Fábio Medina. Os Limites da Discricionariedade Técnica e as Provas Objetivas nos Concursos Públicos de Ingresso nas Carreiras Jurídicas. *Revista Eletrônica de Direito do Estado (REDE)*, Salvador: Instituto Brasileiro de Direito Público, n. 22, abril/maio/junho de 2010. Disponível em <http://www.direitodoestado.com/revista/rede-22-abril-2010-fabio-osorio.pdf>). Segundo Flávio José Roman, esta corresponde ao “dever da Administração ou dever daquele que exerce função administrativa de ponderar, segundo os cânones técnicos e científicos pertinentes, mediante determinado procedimento e em determinado prazo, para, em seguida, indicar qual é o comportamento, de pelo menos dois admitidos pelas normas incidentes no caso concreto, que melhor atende à finalidade da lei” (ROMAN, Flávio José. *Discricionariedade técnica na regulação econômica*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 192). Ainda de acordo com o mesmo autor, na discricionariedade técnica “revela-se a insuficiência dos conhecimentos técnicos para revelar a solução ótima a ser adotada pela Administração. O argumento da técnica, portanto, não se mostra, por si só, como razão suficiente (...). Em tais casos, verifica-se como que uma conjugação de técnica e discricionariedade, pois entram em pauta tanto fatores técnicos quanto fatores de conveniência e oportunidade” (*op. cit.*, 2013, p. 192). Eva Desdentado Daroca, a seu turno, identifica dois tipos fortes de discricionariedade técnica-administrativa. No primeiro tipo, a norma atribui à Administração a competência para escolher, no âmbito de determinada técnica ou ciência, o modo de atuar para atingir um fim de interesse público, sem que aquela técnica ou ciência definam um único modo de atuação, mas sim vários igualmente eficazes para atingir o interesse público, caso em que a escolha dentre estes caberá à Administração, de acordo com o que julgar mais conveniente para a consecução do interesse público. No segundo tipo, a escolha da Administração sobre o modo de atuação recai sobre hipóteses técnicas ou científicas que não foram ou não podem ser objeto de corroboração absoluta, seja por se tratar de tema na fronteira do conhecimento, em que a ciência ainda está pouco avançada, ou de juízo de prognose, que depende de conjecturas sobre eventos futuros e incertos. Em ambos os casos, haja vista a impossibilidade de crítica ou revisão técnico-científica *ex ante*, caberá à Administração efetuar a escolha dentre os modos de agir que considere mais convenientes para a realização do interesse público. Nesses dois tipos de discricionariedade técnica-administrativa, o controle judicial, ante a existência de um âmbito de discricionariedade forte, deverá se limitar a um controle negativo, isto é, a verificar se a Administração respeitou os limites estabelecidos pela técnica ou ciência (se e quando estes existirem e puderem ser reconhecidos de modo claro) e pelo ordenamento jurídico, mas não escolher qual o modo técnico de atuação correto (DAROCA, Eva Desdentado. *Los problemas del control judicial de la discrecionalidad técnica*: um estudo crítico de la jurisprudência. Madrid: Civitas, 1997, p. 65-66).

As metas de inflação, o intervalo de tolerância e o índice de preços para monitorar o seu cumprimento são definidos pelo CMN, mediante proposta do Ministro da Fazenda (arts. 2º e 4º do Decreto 12.079/2024). O CMN é um órgão do Poder Executivo atualmente integrado pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento, e pelo Presidente do Banco Central (art. 8º da Lei 9.069/1995). Os dois primeiros são demissíveis *ad nutum* pelo Presidente da República, enquanto o último goza de estabilidade (arts. 4º e 5º da LC 179/2024).

A meta definida pelo CMN vincula finalisticamente o comportamento futuro do Banco Central (art. 3º do Decreto 12.079/2024), e permanece em vigor por tempo indeterminado até que seja alterada, observada a anterioridade mínima de trinta e seis meses (art. 2º, § 2º, do Decreto 12.079/2024).

No atual regime de metas de inflação, a variação da inflação é medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), nos termos do art. 1º da Resolução CMN 5.141/2024.

Esse índice monitora a inflação ampla e tem a desvantagem de capturar toda a volatilidade de preços, sem fazer qualquer diferenciação entre choques temporários de oferta (e.g. quebras de safra e outros fatores conjunturais) e aquecimento efetivo de demanda. Isso tem ensejado debates sobre a possibilidade de a autoridade monetária brasileira, muitas vezes, guiada por esse índice de preços, ser forçada a reagir de forma açodada e excessivamente contracionista, mesmo quando comparada a seus pares internacionais, produzindo impactos adversos para o nível de investimentos produtivos, crescimento econômico, postos de trabalho e desigualdade social.⁸² Outros países, a exemplo dos EUA e da Nova Zelândia, adotam uma abordagem diversa, baseada no conceito de inflação núcleo (*core inflation*), que permite aos seus bancos centrais, na condução da política monetária, desprezar variações de preço conjunturais.⁸³

A apuração do cumprimento da meta de inflação pelo Banco Central até dezembro de 2024 era “anual” (ou seja, de janeiro a dezembro), verificada com base no índice de inflação acumulado de janeiro a dezembro de cada ano (art. 4º do Decreto 3.088/1999).

A partir de janeiro de 2025, a meta passou a ser “contínua”, isto é, apurada mês a mês, com base na variação da inflação acumulada nos últimos doze meses (art. 2º do Decreto 12.079/2024). De acordo com essa nova sistemática, considera-se haver descumprimento caso a variação da taxa de inflação acumulada nos últimos doze meses se desvie por seis meses consecutivos da meta fixada pelo CMN.

Em caso de descumprimento da meta de inflação, nos termos do art. 6º do Decreto 12.079/2024, o Banco Central emitirá nota no Relatório de Política Monetária e carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, por meio dos quais divulgará publicamente as razões do descumprimento, inclusive a descrição detalhada das causas, as medidas necessárias para assegurar o retorno à meta e o prazo esperado para que produzam efeito. São medidas de transparência, mas que, ao mesmo tempo, também configuram sanções reputacionais que incidem sobre o Banco Central, especialmente as figuras do seu presidente e diretores.⁸⁴

82 SILVA, Nelson da. **Medidas de Núcleo de Inflação para o Brasil baseadas no Método Wavelets?** Brasília: Banco Central do Brasil, Departamento de Estudos e Pesquisas, Série **Trabalhos para Discussão**, n. 528, jul. 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/wps528.pdf>. Em sentido divergente, contestando a capacidade preditiva dos índices baseados no conceito de inflação núcleo e sugerindo a adoção de uma média de cinco índices, conferir: MACHADO, Vicente da Gama. *Inflação núcleo no Brasil: passado e presente*. Série de Trabalhos para Discussão – Banco Central do Brasil, n. 602, abr. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/WP602v2.pdf>.

83 A abordagem baseada no conceito de *core inflation* exclui variações conjunturais nos preços de energia e alimentos, por serem considerados bens suscetíveis a choques de oferta mais frequentes, por vezes, devido a fatores climáticos, geopolíticos, dentre outros. Dada a exclusão desses elementos, a métrica baseada no conceito de *core inflation* é considerada por alguns mais adequada para aferir como os aumentos ou reduções de preço estão efetivamente influenciando as taxas de inflação no longo prazo, de modo a evitar apertos monetários excessivos ou até mesmo contraproducentes (nesse sentido Bernanke, *op. cit.*, 2022, p. 12).

84 Ver acima nota 41.

Uma vez comprovado o recorrente desempenho insuficiente do Banco Central no alcance dos seus objetivos institucionais, incluindo o cumprimento das metas de inflação, a situação de desconformidade pode ensejar a exoneração dos seus dirigentes, mediante ato do Presidente da República e aprovação, por maioria absoluta, do Senado Federal, nos termos do art. 5º, inc. I e § 1º, da Lei Complementar 179/2021.

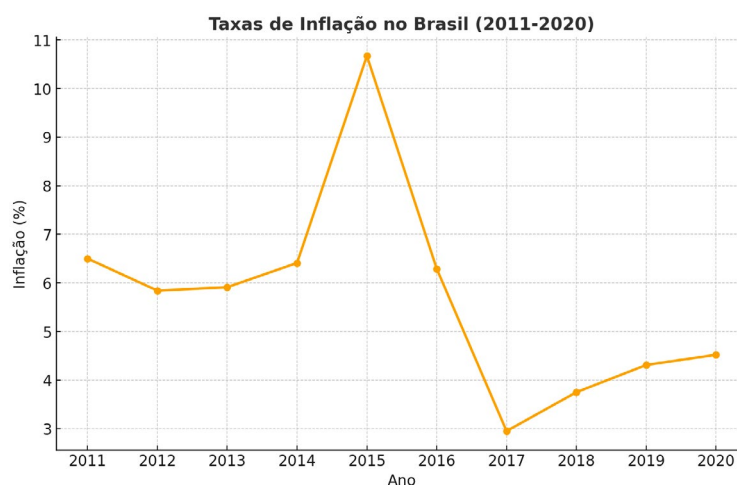
A exoneração, contudo, é ato não vinculado do Presidente da República e do Senado Federal, o qual admite certa margem de apreciação política. Isso significa que o descumprimento reiterado das metas de inflação, embora seja uma condição necessária, não será por si só suficiente para determinar a exoneração dos dirigentes do Banco Central.

Desde 2017, após um período de catorze anos com metas de inflação fixadas em 4,5%, iniciou-se um ciclo de redução gradual da meta. Naquele ano, o CMN reduziu a meta de inflação para 4,25% a partir de 2019, e a cada ano subsequente reduziu-a novamente em 0,25 ponto percentual, até finalmente fixá-la em 3% a partir de 2024. Em 2017, o intervalo de tolerância também foi reduzido de 2% para 1,5%. Dessa forma, a atual meta de inflação fixada pela Resolução CMN 5.141/2024 é de 3% (centro da meta), com um limite de tolerância inferior de 1,5% e superior de 4,5%.

No Voto CMN 52/2021, o então Ministro da Economia Paulo Guedes justificou a proposta de redução da meta de inflação para o atual patamar de 3% com base no argumento de melhoria da credibilidade e das expectativas dos mercados, e de que isso não implicaria custos adicionais ao bem-estar da população, textualmente:

[n]a medida em que a meta seja crível, os agentes econômicos a incorporam em suas expectativas [...] uma redução da meta de inflação para 2024 **não implica custos adicionais ao bem-estar da população no curto prazo**, e, sim, deve trazer ganhos relevantes para o País no médio prazo. (grifos nossos)

Não se conhece, contudo, base empírica ou estudo técnico oficial publicado que tenha demonstrado a vantajosidade, praticabilidade ou simples realismo da fixação da meta de inflação em 3%, considerando que o novo alvo se situava em patamar abaixo da quase totalidade dos índices históricos de inflação verificados ao longo da década anterior:⁸⁵



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

⁸⁵ As taxas de inflação ao longo da década anterior foram: 2011, 6,50%; 2012, 5,84%; 2013, 5,91%; 2014, 6,41%; 2015, 10,67%; 2016, 6,29%; 2017, 2,95%; 2018, 3,75%; 2019, 4,31%; e 2020, 4,52%.

A economia do Brasil, além disso, como é típico de um país ainda em desenvolvimento, apresentava naquela época, como ainda hoje, médias históricas de inflação bastante elevadas quando comparadas às dos países desenvolvidos, variando entre 4,5% e 6,5% na média anual.

O Decreto 10.411/2020, o qual regulamentou a análise de impacto regulatório (AIR) no âmbito da Administração Federal, dispensou expressamente tal análise para os atos que disponham estritamente sobre política monetária (art. 3º, § 2º, IV).⁸⁶ Por esse motivo, o Voto CMN 52/2021, assim como outros que o sucederam sobre metas de inflação, também não faz menção a qualquer análise de impacto regulatório que tenha buscado estimar, com base em evidências empíricas, os efeitos prováveis ou possíveis da fixação da meta de inflação em 3%.

Nos últimos quatro anos, o histórico de sucessivos descumprimentos das metas de inflação pelo Banco Central também reforça a percepção de ausência de embasamento empírico ou simples voluntarismo. No período de 2021 a 2024, mesmo já gozando da autonomia operacional conferida pela Lei Complementar 179/2021, o Banco Central descumpriu a meta de inflação em três dos quatro anos-calendários (2021, 2022 e 2024). No ano de 2026, a inflação acumulada nos últimos doze meses até janeiro já registra 4,44%, bastante próxima ao limite superior da meta (4,5%), a despeito de sucessivas altas de juros, o que evidencia o risco possível de novo descumprimento da meta.

Esses dados sobre os reiterados descumprimentos da meta de inflação pelo Banco Central, verificados em diferentes Governos, com diferentes ideologias e políticas econômicas, mas sob a vigência do mesmo arcabouço jurídico de metas de inflação, reforçado pela garantia de autonomia operacional do Banco Central (LC 179/2021), consubstanciam um forte indício de que a meta de inflação de 3%, tal como fixada pelo CMN, revela-se inadequada às condições específicas da economia brasileira.⁸⁷

Contrafactualmente, adotando como premissa o estudo econômico conduzido por Aloísio Araújo, Vítor Costa, Paulo Lins, Rafael Santos e Serge de Valk, intitulado *Inflation Targeting under Fiscal Fragility*,⁸⁸ pode-se ainda inferir que, em contextos de fragilidade fiscal, como era, de fato, a situação do Brasil no pós-pandemia de 2021, elevar a meta de inflação poderia ter sido uma decisão mais racional, pois reduziria o custo de cumprir a meta, aumentaria a credibilidade do governo e ajudaria a evitar sucessivas crises de confiança, mantendo ao mesmo tempo incólume a efetividade e a credibilidade do regime de metas de inflação.

5 A vinculação finalística da autoridade monetária ao regime de metas *versus* a autonomia operacional conferida pela LC 179/2021

O arcabouço jurídico vigente, a despeito da margem de discricionariedade técnica e da autonomia operacional atribuída pela Lei Complementar 179/2021, não confere ao Banco Central qualquer liberdade em termos de independência para a fixação dos seus objetivos, não podendo este jamais, unilateralmente, renunciar ou flexibilizar o cumprimento das metas de inflação definidas pelo CMN.

86 A mesma dispensa foi invocada em 2024, por ocasião do Voto CMN 39/2023, da lavra do Ministro da Fazenda, Fernando Haddad, o qual manteve a meta de inflação em 3,00% para o ano de 2026.

87 No mesmo sentido, ver: ARAÚJO, Aloísio; COSTA, Vítor; LINS, Paulo; SANTOS, Rafael; DE VALK, Serge. *Inflation Targeting under Fiscal Fragility*. American Economic Journal: Macroeconomics, forthcoming. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/articles?from=f&id=10.1257/mac.20230291>

88 ARAÚJO, Aloísio; COSTA, Vítor; LINS, Paulo; SANTOS, Rafael; DE VALK, Serge. *Inflation Targeting under Fiscal Fragility*. American Economic Journal: Macroeconomics, forthcoming. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/articles?from=f&id=10.1257/mac.20230291>.

Ainda que a atual meta de inflação (3%) possa ser considerada algo “pouco crível”, “exigentíssima” ou até mesmo “inimaginável”,⁸⁹ o fato é que o atual regime de metas (Decreto 12.079/2024) vincula a autoridade monetária sob o aspecto jurídico-finalístico e em termos de resultados objetivamente verificáveis, sem prejuízo de sua autonomia operacional no que se refere aos meios de execução (LC 179/2021).

Bem-vistas as coisas, é inequívoco que a decisão do CMN, a qual fixa uma meta de inflação objetiva, verificável (por meio do IPCA) e com prazo de cumprimento determinado, sob pena de responsabilização dos dirigentes do Banco Central, exerce dominância no processo e vincula de modo finalístico toda a atividade operacional posterior da autoridade monetária na fixação da taxa de juros.

O art. 3º do Decreto 12.079/2024 determina que o Banco Central deve implementar as políticas necessárias para o cumprimento da meta de inflação. Para tanto, o Banco Central emprega os seus instrumentos tradicionais de política monetária, principalmente o controle da taxa básica de juros (Selic).⁹⁰

Com base em seus modelos econométricos e simulações, a Autoridade Monetária estima o valor nominal da taxa Selic que julga necessário para fazer a taxa de inflação convergir para a meta estabelecida pelo CMN. A partir daí, uma vez fixada pelo Copom a taxa Selic, o Banco Central, por meio das operações de compra e venda de títulos públicos no mercado aberto (inclusive compromissadas), ajusta a liquidez no sistema financeiro de modo a assegurar que o equilíbrio entre oferta e demanda por reservas no mercado interbancário convirja para aquela mesma taxa Selic.

É a decisão do CMN sobre a meta de inflação que dirige a magnitude total do ciclo de aperto ou afrouxamento monetário a ser implementado pelo Banco Central. Como consequência da decisão do CMN que estipula a meta de inflação, e da subsequente atuação do Banco Central no sentido de manter a taxa Selic no patamar necessário para fazer a inflação convergir para a meta, diversos outros indicadores econômicos relevantes serão sensibilizados, a exemplo dos níveis de oferta de crédito, investimento, emprego, crescimento, dívida pública e desigualdade.

No atual arcabouço, a deliberação do CMN sobre a definição da meta de inflação exerce papel mais relevante do que as próprias decisões do Copom sobre a fixação da taxa Selic, por serem estas últimas simples desdobramentos da primeira, sob a forma de meros atos de execução, conduzidos sob um espaço de discricionariedade técnica limitado.

O descumprimento da meta de inflação sujeita os dirigentes do Banco Central à responsabilização política perante o Presidente da República e o Senado Federal, nos termos do artigo 5º, IV e § 1º, da Lei Complementar 179/2021, sem prejuízo ainda da sanção reputacional⁹¹ consubstanciada no dever de emissão de carta aberta explicando as causas do descumprimento e as medidas necessárias para solucioná-lo (art. 6º do Decreto 12.079/2024).

Isso faz com que a autoridade monetária, na prática, deva perseguir a meta de inflação custe o que custar, ou seja, independentemente da produção de quaisquer outros efeitos econômicos

89 Conforme as palavras do Ministro da Fazenda Fernando Haddad, em audiência perante a Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados (CFT-CD) em 2024. Conferir: TALAR, Estevão; PEREIRA, Gabriela. Haddad fala em ruídos e chama de “inimaginável” meta de inflação de 3%. *Valor Econômico*, São Paulo, 23 de mai. de 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2024/05/23/haddad-fala-em-ruídos-e-chama-de-inimaginavel-meta-de-inflacao-de-3.ghml>.

90 O próprio sítio do BC, na seção que descreve para o público geral o funcionamento do regime de metas de inflação, destaca a fixação da taxa Selic pelo Copom como principal instrumento da política monetária para manter a inflação sob controle. Conferir: BRASIL. **Metas para a inflação**. Brasília: BC, [s.d.] (“[r]egime de Metas de Inflação. É o conjunto de procedimentos para garantir a estabilidade de preços do país: 1. O Conselho Monetário Nacional (CMN) estabelece a meta para a inflação; 2. Para manter a inflação sob controle, o Copom define a meta da taxa Selic; 3. O BC realiza operações de mercado aberto (compra e venda de títulos) para influenciar a taxa Selic; e 4. A taxa Selic, por meio de diversos canais da economia, afeta a inflação”).

91 Ver: CARPENTER, *op. cit.*, 2010, p. 43-70.

colaterais ou indesejados, de segunda ordem, alheios à persecução do seu objetivo fundamental de promoção da estabilidade de preços (art. 1º, *caput*, Lei Complementar 179/2021).

Essa clareza conceitual é muito importante. No atual estado de coisas, mesmo que, hipoteticamente, em seu foro íntimo, os membros do Copom discordem da meta de inflação fixada pelo CMN, considerando, por suposto, a partir de um certo juízo de proporcionalidade, que os custos impostos à sociedade brasileira pela fixação de uma meta de inflação em um patamar excessivamente reduzido superam em muito os seus potenciais benefícios, mesmo no longo prazo, esses agentes públicos, como em uma tragédia grega, permanecerão vinculados a um roteiro rígido definido pelo arcabouço jurídico, o qual estabelece a meta de inflação como seu objetivo fundamental, e a uma prática institucional que adota o controle da taxa básica de juros como sua única e principal arma de combate.

6 Sobre a definição das metas de inflação: entre delegação e deliberação

O debate sobre a alocação da autoridade sobre a moeda e da competência para a tomada de decisões sobre a política monetária, inclusive a definição das metas de inflação, pode ser dividido entre duas vertentes principais: delegação e deliberação.⁹²

Para os integrantes da vertente da delegação, a transferência do poder monetário a órgãos tecnocráticos independentes, para controle da inflação mediante a administração da taxa básica de juros, seria a medida mais adequada, no pressuposto de que haja um mandato constitucional claramente estabelecido, transparência na comunicação da autoridade monetária e supervisão parlamentar sobre as suas atividades.

De acordo com essa corrente, a delegação pura e simples seria a melhor forma de estabelecer a governança da moeda e promover a estabilidade de preços, sem o risco da interferência e imprevisibilidade das instituições democráticas. Isso seria ilustrado pela máxima de um dos seus principais expoentes, Rudiger Dornbusch, segundo a qual: “*democratic money is bad money*” (“a moeda democrática é uma moeda ruim”, em tradução livre).⁹³

A vertente da deliberação, a seu turno, reconhece a importância de um arcabouço legal definindo claramente o mandato do banco central, mas não se satisfaz com a delegação pura e simples. De acordo com essa vertente, as decisões de política monetária jamais serão exclusivamente técnicas, pois envolvem escolhas, ponderações e renúncias (*trade-offs*), a exemplo daquela entre os potenciais riscos de maior inflação versus potenciais benefícios de maior crescimento e menor desemprego, além de julgamentos sobre outros bens e interesses públicos envolvidos, a exemplo dos altos investimentos em transição energética exigidos para mitigar a mudança climática. Segundo as palavras de Joseph Stiglitz, um dos principais representantes dessa corrente: “*the decisions made by the central bank are not just technical decisions; they involve trade-offs; (...) [and t]hese trade-offs involve values*” (“as decisões tomadas pelo banco central não são apenas decisões técnicas, elas envolvem escolhas; e essas escolhas envolvem valores”, em tradução livre).⁹⁴

Isso significa que, para essa vertente, a legitimidade das decisões que definem as metas de inflação depende da organização de um procedimento de deliberação que seja não só tecnicamente consistente e mitigue potenciais conflitos de interesse – seja entre o banco central e o Estado, seja entre o banco central e o poder econômico privado –, mas sobretudo possibilite que a decisão seja

92 Ver: MONNET, Éric. **Balance of Power**: Central Banks and the Fate of Democracies. Chicago: University of Chicago Press, 2024, p. 131 e ss.

93 DORNBUSCH, Rudiger. **Keys to Prosperity**: Free Markets, Sound Money, and a Bit of Luck. Cambridge, MA: MIT Press, 2000, p. 15.

94 STIGLITZ, *op. cit.*, 1998, p. 216 e 217.

produzida no âmbito de um processo público em que possa ser racionalmente debatida, de modo a torná-la potencialmente aceitável por todos aqueles possivelmente atingidos.⁹⁵

Consoante essa segunda corrente, as decisões de política monetária não devem ser apresentadas como escolhas técnicas únicas e inevitáveis, mas sim como alternativas legítimas entre diferentes possibilidades, cujos impactos económicos e sociais foram amplamente discutidos e ponderados – inclusive com a participação de outros especialistas representantes da sociedade civil organizada,⁹⁶ e não somente dos “participantes do mercado financeiro”⁹⁷ – e previamente comunicados a todas as partes interessadas.

De fato, considerando que as decisões sobre metas de inflação são tomadas pelas autoridades em contextos de incerteza e informação incompleta,⁹⁸ sofrem interferência de vieses cognitivos dos próprios membros dessas instâncias decisórias,⁹⁹ e produzem inegáveis efeitos distributivos,¹⁰⁰ tanto intersubjetivos, quanto intertemporais, a busca por maior legitimação democrática se mostra não somente adequada, como necessária.¹⁰¹

Em uma democracia constitucional, sendo o Parlamento, via de regra, o único órgão político que congrega a representação proporcional de todos os grupos e classes sociais, além das diferentes correntes do pensamento político-económico, e sendo também o regime de metas de inflação um aspecto central da política económica do país,¹⁰² o qual impacta diretamente sobre diversos outros indicadores – oferta de crédito, nível de investimentos produtivos, crescimento económico, número de postos de trabalho, sustentabilidade da dívida pública, desigualdade social, além da própria inflação –, é razoável considerar que haja por parte dos eleitores não somente uma expectativa legítima, mas sim uma efetiva pretensão de exercer maior grau de influência sobre a condução dessa política económica essencial.

Nesse contexto, a solução adotada pela Suécia em 2022 oferece uma boa síntese das duas correntes, delegação e deliberação. Ao conciliar a manutenção da autonomia operacional do Banco Central, com a democratização do processo de definição das metas de inflação, mediante proposta técnica de iniciativa da autoridade monetária e deliberação final do Parlamento, aquele país logrou endereçar as principais preocupações de ambas as vertentes. Além de conferir maior legitimidade à política monetária, a participação do Legislativo em decisão de política económica de grande relevância também opera em sentido inverso, ou seja, legitimando e fortalecendo a própria democracia.

95 HABERMAS, Jürgen. **Between Facts and Norms**: Contributions to a Discourse Theory of Law and Democracy. Cambridge, MA: MIT Press, 1996, p. 365 (“The political public sphere can fulfill its function of perceiving and thematizing encompassing social problems only insofar as it develops out of the communication taking place among those who are potentially affected. It is carried by a public recruited from the entire citizenry”).

96 ROSE-ACKERMAN, Susan. Citizens and technocrats: an essay on trust, public participation, and government legitimacy. In: LINDETH, Peter; EMERSON, Blake (eds.). *Comparative Administrative Law*. 2nd ed. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2017, p. 259 (“Debates should encourage participants to rely on principled expressions of values (promotion of efficient markets, a fair distribution of benefits and costs, articulation of rights), not on their own individual gains and losses. Of course, such impartiality will not be easy to produce, but if the goal is to structure a general policy, that aspiration is, at least, a central goal”).

97 STIGLITZ, op. cit., 1998, p. 217: “In many countries, bankers are disproportionately represented; and even if they do not come from a banking background, they quickly get captured by the banking background in which they are immersed. Few countries ensure that workers and their interests are represented, even through the actions of the central bank have a vital impact on them”.

98 VAN 'T KLOOSTER, Jens. Central Banks. In: BELLAMY, Richard; KING, Jeff (orgs.). **The Cambridge Handbook of Constitutional Theory**. Cambridge: Cambridge University Press, 2025, p. 629.

99 Consoante Andrew Haldane, dentre os possíveis vieses psicológicos que podem distorcer as decisões dos bancos centrais, destacam-se: preferências pessoais (em detrimento do interesse coletivo); miopia (“curto-prazismo”); excesso de autoconfiança (*hubris*); e pensamento de grupo (“conformismo coletivo”). Para cada um desses, diferentes remédios institucionais são aventados (e.g. transparência, supervisão, mandatos com horizontes mais extensos, colegialidade, diversidade etc.), sem que seja possível, contudo, afastá-los por completo da equação decisória (HALDANE, Andrew G. Central bank psychology. In: CONTI-BROWN, Peter; LASTRA, Rosa M. (orgs.). *Research Handbook on Central Banking*. Cheltenham; Northampton, MA: Edward Elgar Publishing, 2018, p. 365-379).

100 STIGLITZ, Joseph E., op. cit., 1998, p. 216-217.

101 VAN 'T KLOOSTER, Jens. op. cit., 2025, p. 629.

102 STIGLITZ, op. cit., 1998, p. 216 (“[m]onetary policy is a key determinant of the economy's macroeconomic performance”).

7 O déficit democrático do regime de metas de inflação no Brasil

No Brasil, conforme já observado, o atual regime de metas de inflação foi introduzido por ato do Poder Executivo (seja no anterior Decreto 3.088/1999, seja pelo atual Decreto 12.079/2024), sem ter sido jamais submetido à aprovação do Poder Legislativo. Além disso, no atual arcabouço, as metas de inflação são definidas exclusivamente pelo CMN, órgão composto por dois representantes do Poder Executivo e o Presidente do Banco Central, sem qualquer participação direta ou indireta do Poder Legislativo.

No contexto da atual Constituição Monetária, a competência do CMN para fixar as metas de inflação (art. 2º, § 1º, do Decreto 12.079/2024) não corresponde a uma competência originária do Poder Executivo, mas sim à delegação de uma competência do Poder Legislativo, fundamentada no art. 48, incs. XIII e XIV, da CF/1988,¹⁰³ e transferida pelo art. 2º da Lei Complementar 179/2021.¹⁰⁴

Essa delegação, na medida em que realizada pela Lei Complementar 179/2021 sem qualquer parâmetro mínimo ou limite objetivo, destoa do princípio da repartição funcional de poderes e, principalmente, do controle político-constitucional tipicamente exercido pelo Legislativo sobre os atos do Executivo, não somente *ex post*, por meio dos poderes de supervisão, controle e sustação de atos (e.g. art. 49, V e X, da CF/1988), mas, principalmente, *ex ante*, através da definição do conteúdo mínimo dos futuros atos administrativos a serem praticados com fundamento nas leis editadas em matéria da sua competência específica (art. 48 da CF/1988).

Revela-se, ademais, uma grave contradição axiológica no âmbito da Constituição Financeira. O poder monetário, da mesma forma que o poder de tributar (art. 48, I, da CF/1988), é uma manifestação essencial da soberania estatal e um aspecto fundamental da Constituição Financeira, estando inserido dentre as principais competências originárias do Poder Legislativo (art. 48, XIII e XIV, da CF/1988).

O exercício do poder de tributar, constitucionalmente reservado ao Poder Legislativo (arts. 48, I, e 150, I, da CF/1988), no entanto, está sujeito a requisitos rigorosos de densidade normativa mínima para as leis que instituem ou majoram tributos (art. 97 do CTN). Em matéria tributária, é vedada a delegação em branco ou abdicatória por parte do Parlamento em favor do Poder Executivo, justamente em razão da estrita proteção conferida pela Constituição aos direitos fundamentais de índole patrimonial (art. 5º, XXII, da CF/1988).

Nas poucas hipóteses em que, historicamente, a Constituição admite o exercício do poder de tributar diretamente pelo Poder Executivo mediante atos infralegais, a exemplo da tributação das operações financeiras por meio do IOF (art. 153, V e § 1º, CF/1988), esta competência está sempre sujeita a parâmetros mínimos e limites objetivos previamente estabelecidos em lei,¹⁰⁵ diferentemente do que atualmente se verifica na delegação promovida pelo Poder Legislativo ao Executivo para a definição das metas de inflação (art. 2º da LC 179/2021).

O regime de metas de inflação, no atual sistema monetário, constitui a principal âncora e garantia de estabilidade do valor da moeda fiduciária. Historicamente, o poder monetário, quando utilizado

¹⁰³ “Art. 48. Cabe ao Congresso Nacional, com a sanção do Presidente da República, não exigida esta para o especificado nos arts. 49, 51 e 52, dispor sobre todas as matérias de competência da União, especialmente sobre: [...] XIII – matéria financeira, cambial e monetária, instituições financeiras e suas operações; XIV – moeda, seus limites de emissão, e montante da dívida mobiliária federal”.

¹⁰⁴ Assim estabelece o art. 2º da Lei Complementar 179/2021: “Art. 2º As metas de política monetária serão estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, competindo privativamente ao Banco Central do Brasil conduzir a política monetária necessária para cumprimento das metas estabelecidas”.

¹⁰⁵ Ver: STF, Medida Cautelar na ADC 96, Dec. Monocrática, Min. Alexandre de Moraes, proferida em 16/7/2025, publicada em 17/7/2025 (“O SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL, na linha dos precedentes mencionados, afirma a prevalência do princípio da legalidade tributária e da *competência legislativa para definir os principais elementos da incidência tributária*, mesmo nas hipóteses em que se admite algum nível de delegação normativa para o Poder Executivo” [grifou-se]).

de modo desenfreado pelo Poder Público, sempre produziu inflação, algo que, economicamente, também é frequentemente associado a uma espécie de tributo disfarçado, o denominado “imposto inflacionário”. Este, além disso, é um tributo regressivo, por incidir mais pesadamente sobre os mais pobres, ou seja, pessoas com menos alternativas para proteger a sua renda e o seu patrimônio da desvalorização monetária.¹⁰⁶

Sendo o regime de metas de inflação um mecanismo tão sensível para a proteção dos direitos fundamentais de índole patrimonial, principalmente dos indivíduos hipossuficientes, mais vulneráveis ao processo inflacionário, considera-se que, sob o ponto de vista axiológico, a Constituição deveria submeter as leis monetárias que dispõem sobre o regime de metas de inflação à exigência de um nível de densidade normativa mínimo semelhante àquele atualmente aplicável como limitação constitucional ao exercício do poder de tributar. É dizer, na disciplina do regime de metas de inflação, a Constituição deveria vedar a delegação abdicatória, ou seja, a delegação por parte do Parlamento em favor do Poder Executivo sem a fixação de parâmetros mínimos ou limites objetivos. O preenchimento dessa lacuna axiológica é um aspecto digno de reforma constitucional, inclusive como forma de aprimoramento do atual nível de proteção aos direitos fundamentais associados à garantia do valor da moeda.

Seja como for, o fato é que, enquanto subsistir tal lacuna constitucional, a delegação abdicatória no âmbito do atual regime de metas de inflação, por meio da qual o Poder Legislativo transfere parcela substancial dos seus poderes monetários ao Executivo, sem a fixação de parâmetros mínimos ou limites objetivos, deve ser considerada constitucionalmente válida.

Bem-vistas as coisas, no entanto, essa delegação normativa, mesmo enquanto válida e efetuada com o simples intuito de promover uma suposta despolitização das decisões de política monetária sobre as metas de inflação, acaba por se revelar também uma medida de despolitização nociva e fictícia.

Nociva porque, por meio desta, o Poder Legislativo simplesmente abdica do poder de participar de uma das decisões mais importantes para a definição dos rumos da economia do país, a fixação da meta de inflação. Por vezes, tal abdicação pode se inserir em uma estratégia deliberada do Legislativo de se imunizar contra qualquer crítica, prestação de contas ou responsabilidade perante a população pela tomada de decisões monetárias mais difíceis, a exemplo de uma política contracionista, assim como por eventuais expectativas frustradas ou resultados negativos, em termos de inflação, emprego ou crescimento econômico.¹⁰⁷ Seja qual for o objetivo real do Parlamento na delegação abdicatória, desde a despolitização pura e simples até a mera isenção de responsabilidade política sobre as decisões de política monetária, o fato é que, sob a perspectiva da democracia, o Poder Legislativo perde em grande parte a sua capacidade de participar da conformação da política macroeconômica do país.¹⁰⁸

Com a erosão de parcela significativa da competência do Poder Legislativo sobre as decisões de política monetária, o poder dos eleitores de recompensar ou punir nas urnas as decisões equivocadas do Parlamento sobre metas de inflação também fica parcialmente desmobilizado, restando exercitável somente em face do Chefe do Poder Executivo, pela virtual ascendência que este ainda exerce sobre o CMN, e sobretudo porque, em um regime presidencialista, o Presidente é

¹⁰⁶ FRIEDMAN, Milton. Government Revenue from Inflation. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 79, n. 4, p. 846-856, 1971.

¹⁰⁷ DOWNEY, op. cit., 2024, p. 36 e 98-99 (“legislature uses vague legislation – like the Federal Reserve Act – to delegate difficult decisions and trade-offs to administrative agencies. [...] Through process of depolitization, politicians insulate their choices, immunizing them from responsibility, accountability and critique”).

¹⁰⁸ DOWNEY, op. cit., 2024, p. 26 (“from the perspective of democracy is that under such regime [central bank dominance], the legislature is not free to shape the real economy”).

sempre considerado politicamente responsável perante o eleitorado pelo desempenho da economia, independentemente do grau de controle que efetivamente exerça sobre a política monetária.¹⁰⁹

A despolitização excessiva das decisões de política monetária é também nociva por produzir como efeito colateral o esvaziamento da política e o fortalecimento da antipolítica entre os eleitores, isto é, a descrença dos cidadãos quanto às reais possibilidades de mudança através do processo eleitoral e um desencantamento em relação à própria democracia.

Os fenômenos da despolitização excessiva e da antipolítica estão associados e têm sido apontados por cientistas políticos como um dos fatores que têm contribuído, no Brasil e no mundo, para o aprofundamento da crise das democracias ocidentais e a ascensão dos chamados discursos “antissistema”, ou seja, candidatos e partidos políticos extremistas que, em verdade, conspiram contra a ordem democrática.¹¹⁰

A atual delegação de poderes ao CMN é também uma despolitização apenas fictícia, porque sequer teve o condão de, mesmo no âmbito da Administração Pública, efetivamente “despolitizar” as decisões sobre metas de inflação.

O CMN, embora seja um órgão técnico, não é juridicamente independente do Chefe do Poder Executivo: dois dos seus três integrantes com direito de voto são ministros de Estado, nomeados e demissíveis *ad nutum* pelo Presidente da República. Essa delegação, portanto, não resultou em uma blindagem tecnocrática, mas tão somente em uma concentração de poderes no Executivo para definição das metas de inflação, às custas do desempoderamento do Parlamento.

O fato de o CMN ser um órgão estruturalmente controlado pelo Poder Executivo abre margem para potencial conflito entre o mandato do CMN e eventuais interesses de curto prazo do Presidente da República na fixação da meta de inflação, especialmente em períodos próximos às eleições ou outras circunstâncias específicas. A atual previsão do art. 2º, § 2º, do Decreto 12.079/2024, a qual impõe a anterioridade de trinta e seis meses para a aplicação de nova meta de inflação em caso de alteração pelo CMN, deve ser vista como uma barreira meramente virtual, já que pode ser afastada a qualquer tempo por simples decisão do Chefe do Poder Executivo. Ainda que não haja histórico recente no Brasil,¹¹¹ essa possibilidade de interferência direta do Poder Executivo é real e poderia comprometer gravemente a credibilidade e previsibilidade da política monetária.

Adicionalmente, a ausência de aprovação do atual arcabouço jurídico do regime de metas de inflação por meio de uma lei em sentido formal também enseja, sob a perspectiva jurídico-formal, uma contradição lógica e uma antinomia jurídica ainda não devidamente solucionada entre a Lei Complementar 179/2021 e o Decreto 12.079/2024.

Isso porque, mesmo sem adentrar no mérito da validade jurídica ou da conveniência político-administrativa da autonomia operacional conferida ao Banco Central pela Lei Complementar 179/2021¹¹², fato é que o art. 6º desta lei definiu expressamente o Banco Central como uma autarquia de natureza especial, sem qualquer vinculação ou subordinação hierárquica ao Poder Executivo.

109 STIGLITZ, *op. cit.*, 1998, p. 200: “[t]he President is held accountable for how the economy performs – whether or not he has much control”.

110 VAN 'T KLOOSTER, Jens. *op. cit.*, 2025, p. 629 (“By ceding power over money, politicians lose a tool to improve the lives of their constituents. Political scientists worry that the broader process of depoliticization, in particular with regard to economic policy, hollows out democratic politics, which in turn drives political disengagement and benefits the far right”). Sobre a relação entre despolitização (delegação de temas a gestão tecnocrática) e antipolítica (desilusão dos eleitores com a democracia e indiferença ao processo político), ver: HAY, Colin. *Why We Hate Politics*. Cambridge: Polity Press, 2007.

111 No exterior, o caso recente mais notório foi o da Turquia. Conforme relata Robert Buckle, após a crise financeira global, o governo de coalizão liderado por Erdoğan intensificou pressões sobre o Banco Central da Turquia para reduzir as taxas de juros, em um contexto de deterioração econômica e erosão institucional. As reiteradas intervenções políticas influenciaram de forma significativa a condução da política monetária, culminando em inflação anual de 85,5% em outubro de 2022 e forte desvalorização da lira. O caso turco evidenciou a vulnerabilidade da política monetária à captura política quando desprovida de arcabouço institucional protetivo. Ver: BUCKLE, *op. cit.*, 2023, p. 13; e DEMİRALP, Selva; DEMİRALP, Selin. *Erosion of central bank independence in Turkey*. *Turkish Studies*, v. 20, n. 1, p. 49-68, 2019.

112 Por todos, ver BERCOVICI, Gilberto; MORAIS, Viviane Alves de. A autonomia do Banco Central e a Constituição. In: FACHIN, Luiz Edson; BARROSO, Luís Roberto; CRUZ, Álvaro Ricardo de Souza (Orgs.). *A Constituição da Democracia em seus 35 Anos*. Belo Horizonte: Fórum, 2023, p. 399-416.

Por outro lado, o atual arcabouço de metas de inflação, instituído pelo Decreto 12.079/2024, foi estabelecido pelo Chefe do Executivo com fundamento no seu poder regulamentar-hierárquico (art. 84, IV, da CF/1988), o qual se destina a orientar os órgãos e entidades da Administração Federal na execução das leis de sua competência.

Isso evidencia um grave conflito normativo.

É incompatível com a autonomia estabelecida pelo art. 6º da Lei Complementar 179/2021 sujeitar o Banco Central ao cumprimento de um regime de metas de inflação cuja disciplina, em quase todos os seus pormenores, foi estabelecida por simples decreto executivo (Decreto 12.079/2024), e não propriamente por um ato do Poder Legislativo. O art. 6º da Lei Complementar 179/2021, o qual assegura a autonomia operacional do Banco Central, como ato normativo primário, goza de inegável superioridade hierárquica frente ao Decreto 12.079/2024.

Segue-se daí que, a despeito da recente substituição do Decreto 3.088/1999 pelo Decreto 12.079/2024, a exigência de aprovação do regime de metas de inflação por uma lei em sentido formal continua sendo hoje, assim como antes nos períodos iniciais do Plano Real, uma exigência urgente e inafastável imposta pela Constituição Monetária, ora integrada pela Lei Complementar 179/2021.

8 Suprindo o déficit democrático: inserção do Poder Legislativo no processo de definição das metas de inflação

A fim de solucionar o conflito normativo entre o Decreto 12.079/2024 e a Lei Complementar 179/2021, reduzir a concentração de poderes no Executivo e suprir o déficit de pluralismo político na deliberação sobre metas de inflação, não se considera conveniente, quanto menos adequado, retornar à lógica do antigo CMN multitudinário, baseado em modelo de representação corporativista, anterior à MP 542/1994.

O antigo CMN se revelou na prática pouco efetivo na promoção da estabilidade de preços¹¹³ por ser composto por uma estrutura de representação que era tanto politicamente artificial, quanto pragmaticamente parcial.

Politicamente artificial porque a sua composição não espelhava de forma fidedigna a efetiva representatividade política das diversas classes e grupos no interior da sociedade brasileira, mas apenas de determinados segmentos ou interesses corporativistas, por vezes em detrimento de outros tão ou até mais legítimos, que ficavam dessa forma excluídos de maneira injustificada.

Esse arranjo era também pragmaticamente parcial porque, dado o modelo de escolha dos seus representantes, cada membro no antigo CMN tinha incentivos para perseguir exclusivamente os interesses políticos da sua classe ou grupo nas decisões de política monetária, sem a necessidade de oferecer razões públicas ou buscar uma melhor composição com os interesses da sociedade civil como um todo.

Por essas razões, restabelecer o CMN nos moldes anteriores não resultaria em maior pluralismo político, mas apenas em votações previsíveis e decisões enviesadas pelos interesses majoritariamente reconhecidos na composição estrutural do órgão, com potencial prejuízo para a credibilidade e efetividade da política monetária.

De fato, se o objetivo é resgatar o verdadeiro pluralismo político, a arena mais adequada é o Parlamento que, a despeito dos seus próprios vícios, é o único órgão que congrega a representação

¹¹³ No mesmo sentido, ver: FRANCO, Gustavo H. B., *op. cit.*, 2017, p. 621, 625 e 631.

proporcional de todas as classes sociais e grupos de interesse, e, principalmente, se renova periodicamente por meio de eleições democráticas.

No intuito de alcançar esse objetivo, seria recomendável aprovar, por meio de lei complementar, em atenção ao art. 192 da CF/1988, um novo arcabouço jurídico-formal para o regime de metas de inflação, atribuindo ao Poder Legislativo a competência final para definição das metas de inflação a cada ano, no âmbito de um devido processo legislativo, integrado ao rito anual de aprovação da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO).

De modo a ancorar as expectativas, seria razoável que a mesma lei complementar estabelecesse parâmetros mínimos para balizar a decisão do Poder Legislativo sobre a definição da meta de inflação a cada ano.

Nesse sentido, a lei poderia prever um intervalo mínimo e máximo dentro do qual o Poder Legislativo poderia definir a meta de inflação, assim como os respectivos intervalos de tolerância e o índice de preços a ser adotado para monitorar o seu cumprimento pelo Banco Central.

Essa lei poderia estabelecer também uma regra de anterioridade, condicionando a aplicação da nova decisão que altera a meta de inflação a uma antecedência mínima de pelo menos um ano, salvo situações de evidente excepcionalidade.

A fim de garantir o embasamento técnico, a proposta inicial de meta de inflação deveria ser inicialmente proposta no âmbito do CMN pelo Presidente do Banco Central, instruída por relatório técnico com análise de diferentes cenários e alternativas. Posteriormente, a proposta deveria ser debatida em audiências públicas no CMN, sempre que possível com transmissão ao vivo, e com a possibilidade de participação de especialistas, representantes da sociedade civil organizada.

Estes especialistas, representantes da sociedade civil organizada, ao participar das audiências públicas no CMN, como regra, para admissibilidade de suas contribuições, deveriam buscar enriquecer o debate por meio da apresentação de proposições, críticas e argumentos baseados em razões públicas, isto é, razões fundamentadas em evidências empíricas, técnicas ou científicas, e que fossem, a princípio, verificáveis e potencialmente aceitáveis por todas as partes envolvidas, sobre as quais os efeitos das decisões de política monetária tendem a repercutir. Ao fazê-lo, estes especialistas, convidados ou simplesmente admitidos no debate, estariam contribuindo para a realização do melhor interesse da sociedade como um todo, e não para seus interesses individuais ou de classe.¹¹⁴

Ao final, a proposta deveria ser submetida à aprovação dos demais integrantes do CMN, atualmente os Ministros da Fazenda e do Planejamento, ficando, contudo, o Presidente do Banco Central sem direito a voto, exceto em caso de necessidade de desempate.

Após a sua aprovação pelo CMN, a proposta de meta de inflação deveria ser encaminhada pelo Chefe do Poder Executivo ao Congresso Nacional, no mês de abril de cada ano, como parte do processo legislativo de elaboração e aprovação da LDO, em sincronia temporal com o procedimento legislativo atualmente já estabelecido para definição das Metas Fiscais (art. 4º, §§ 1º e 2º, da LRF).

No âmbito do processo de aprovação da LDO, o Poder Legislativo poderia divergir da proposta de meta de inflação elaborada no âmbito do CMN, podendo requerer a sua reformulação pelo próprio órgão ou, ainda, aprová-la com modificações, dentro do intervalo mínimo e máximo pré-fixado pela lei complementar. A LDO passaria assim a prever, a cada ano, a meta de inflação válida para o exercício financeiro a que se referir e para os três anos seguintes, em paralelismo com o art. 4º, §§ 4º e 5º, da LRF.

¹¹⁴ Ver: ROSE-ACKERMAN, *op. cit.*, p. 259. Sobre o conceito de razões públicas, ver ainda: LARMORE, Charles. *Public Reason*. In: *The Cambridge companion to Rawls*. FREEMAN, Samuel (ed.). Cambridge: Cambridge University Press, 2003, p. 368-393.

A lei complementar poderia prever ademais que, em caso de não aprovação da proposta de meta de inflação pelo Poder Legislativo, ficaria mantida em vigor a meta de inflação anterior até que nova meta fosse aprovada, a fim de evitar que houvesse descontinuidade na execução do regime de metas de inflação pelo Banco Central.

A atribuição da decisão final quanto à definição da meta de inflação ao Poder Legislativo representaria, em última instância, o reconhecimento da importância de se estabelecer um consenso democrático sobre um elemento central da política econômica que é a meta de inflação, refletindo uma ponderação política (*trade-off*) entre os diversos bens jurídico-econômicos potencialmente conflitantes em diferentes horizontes temporais: uma maior ou menor taxa de inflação *versus* um maior ou menor nível de crescimento econômico e emprego em cada período de referência.

Esse modelo ainda preservaria a autonomia operacional do Banco Central na execução da política monetária, especialmente no que se refere à escolha entre diferentes abordagens, instrumentos e momentos de agir, sem prejuízo da sua vinculação jurídica à persecução da meta de inflação democraticamente definida pelo Parlamento.

Essa segregação de funções entre Parlamento e Banco Central, em última análise, tenderia a contribuir também para uma maior proteção e preservação da reputação institucional do Banco Central. Isso porque, em tal arranjo, o papel da autoridade monetária limitar-se-ia a cumprir a meta de inflação publicamente debatida e democraticamente definida pelo Poder Legislativo, que, a partir daí, também se tornaria protagonista da política monetária e passaria a suportar um maior nível de exigência e responsabilidade perante a opinião pública.

Essa solução, por fim, mostra-se superior às propostas mais recentes de estabelecimento de duplo mandato para o Banco Central, a exemplo da estabilidade de preços combinada com o nível máximo sustentável de empregos. Isso porque, bem-vistas as coisas, a meta de inflação definida pelo Parlamento já cumprirá a função de sinalizar, por meio de um índice objetivo e mensurável, o resultado da ponderação política entre aqueles bens jurídico-econômicos potencialmente conflitantes em cada período.

A definição da meta de inflação pelo Parlamento, mediante processo transparente e discursivo, sem prejuízo da segregação de funções e da preservação da autonomia operacional do Banco Central, resulta assim em um arcabouço mais objetivo, previsível e efetivo para a elaboração, execução e o controle da política monetária, do que uma simples previsão em lei, genérica, subjetiva e potencialmente ilusória, de um duplo mandato para a autoridade monetária.

Com a aprovação da meta de inflação pelo Poder Legislativo, seriam os representantes eleitos pela sociedade a manifestar diretamente a sua preferência política em termos de futuras taxas de inflação, com repercussões também sobre a taxa básica de juros, o nível de investimentos, a criação de empregos, o crescimento econômico, a administração da dívida pública e a desigualdade social.

Deslocando-se para o Parlamento a arena política desse conflito distributivo, os frequentes embates entre o Chefe do Poder Executivo e o Presidente do Banco Central sobre os potenciais acertos ou desacertos da política monetária também perderiam o sentido, assim como as eventuais desconfianças sobre uma suposta captura ou influência desproporcional dos participantes do mercado financeiro sobre as decisões da autoridade monetária.

Essas medidas, no seu conjunto, legitimariam e tornariam mais transparente e democrático o regime de metas de inflação, afastando as principais críticas sobre possíveis excessos das quais tem sido alvo, além de proteger e preservar, em última análise, a própria reputação institucional do Banco Central.

Conclusão

A principal proposta deste artigo aponta a necessidade de edição de uma lei em sentido formal, de natureza complementar, dotada de parâmetros mínimos e limites objetivos, a fim de que o regime de metas de inflação seja validamente instituído e operacionalizado, em consonância com os princípios do pluralismo político (art. 1º, V, da CF/1988), da separação de poderes (art. 2º da CF/1988) e da autonomia do BC (LC 179/2021), este último também já disciplinado por meio de uma lei complementar.

Nesse contexto, este artigo também propõe a revisão do próprio conteúdo do arcabouço normativo em vigor (Decreto 12.079/2024), de modo a conferir ao Poder Legislativo a competência final para definir as metas de inflação a cada ano, no âmbito de um processo transparente, discursivo e equilibrado, inclusive com a participação de especialistas, representantes da sociedade civil organizada. A proposta visa, com isso, fortalecer o pluralismo político e a legitimidade democrática, assim como preservar, e melhor proteger, a própria reputação institucional do Banco Central.

Esta proposta de reforma do atual arcabouço não implica renúncia ao objetivo da estabilidade de preços, mas sim sua inserção em um modelo institucional mais equilibrado, que supera o déficit democrático e promove a sua compatibilização com os demais objetivos constitucionais do desenvolvimento, pleno emprego, combate à desigualdade social e sustentabilidade da dívida pública.

A reconstrução do regime de metas de inflação sob essas bases jurídico-institucionais representa condição necessária para sua efetiva legitimidade e funcionalidade, no contexto democrático estabelecido pela Constituição de 1988.

Referências

ADOLPH, Christopher. **Bankers, Bureaucrats, and Central Bank Politics: The Myth of Neutrality**. Cambridge: Cambridge University Press, 2013.

ALEXY, Robert. **Teoria da Argumentação Jurídica: a teoria do discurso racional como teoria da fundamentação jurídica**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

ALEXY, Robert. **Teoria dos direitos fundamentais**. 3. ed. São Paulo: Juspodium, 2024.

ARAÚJO, Aloísio; COSTA, Vítor; LINS, Paulo; SANTOS, Rafael; DE VALK, Serge. **Inflation Targeting under Fiscal Fragility**. American Economic Journal: Macroeconomics, forthcoming. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/articles?from=f&id=10.1257/mac.20230291>.

ÁVILA, Humberto. **Teoria dos Princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos**. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2004.

BARCELLOS, Ana Paula de. **A Eficácia Jurídica dos Princípios Constitucionais: o Princípio da Dignidade da Pessoa Humana**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

BERCOVICI, Gilberto; MORAIS, Viviane Alves de. A autonomia do Banco Central e a Constituição. In: FACHIN, Luiz Edson; BARROSO, Luís Roberto; CRUZ, Álvaro Ricardo de Souza (Orgs.). **A Constituição da Democracia em seus 35 Anos**. Belo Horizonte: Fórum, 2023.

- BERNANKE, Ben S. *et al.* **Inflation Targeting**: lessons from the International Experience. Princeton: Princeton University, 1999.
- BESSENT, Scott. **The Fed's New "Gain-of-Function" Monetary Policy**. The International Economy, set. 2025. Disponível em: https://www.international-economy.com/TIE_Sp25_Bessent.pdf.
- BINDER, Sarah; SPINDEL, Mark. **The Myth of Independence**: How Congress Governs the Federal Reserve. Princeton: Princeton University Press, 2017.
- BLANCHARD, Olivier. **What Caused the US Pandemic-Era Inflation?** *American Economic Journal: Macroeconomics*, Nashville, v. 17, n. 3, p. 1-35, 2025.
- BERNANKE, Ben S. **21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19**. Nova York: W. W. Norton & Company, 2022.
- BLINDER, Alan S. **Central Banking in Theory and Practice**. Cambridge, MA: MIT Press, 1998.
- BLINDER, Alan S. **The Quiet Revolution**: Central Banking Goes Modern. New Haven: Yale University, 2004.
- BLINDER, Alan S. **A Monetary and Fiscal History of the United States, 1961-2021**. Princeton, Nova Jersey: Princeton University Press, 2022.
- BRASIL. BCB. Metas para a inflação. Brasília: Banco Central do Brasil, [s.d.].
- BRENNAN, Geoffrey; BUCHANAN, James M. **Monopoly in Money and Inflation**: The case for a Constitution to discipline government. Sussex: The Institute of Economic Affairs, 1981.
- BUCHANAN, James M. **Predictability**: the criterion of monetary constitutions. In: YEAGER, Leland B. (ed.). *In Search of a Monetary Constitution*. Cambridge: Harvard University Press, 1962.
- BUCKLE, Robert A. Distinguished Fellow Lecture: Monetary Policy and the Benefits and Limits of Central Bank Independence. **New Zealand Economic Papers**, v. 57, n. 3, p. 263-289, set. 2023. Disponível em: <https://www.rbnz.govt.nz/hub/-/media/project/sites/rbnz/files/publications/speeches/2023/bob-buckle-nzae-speech-final-21-june.pdf>.
- CARPENTER, Daniel. **Reputation and Power**: organizational image and pharmaceutical regulation at the FDA. Princeton: Princeton University Press, 2010.
- CHEVALLIER, Jacques. Le mythe de la transparence administrative. In: **Information et transparence administratives**. Paris: PUF, 1988, p. 239-275.
- CULLEN, Jay. **Central Banks and Climate Change**: Mission Impossible? *Journal of Financial Regulation*, v. 9, n. 2, p. 174-209, 2023.
- DAROCA, Eva Desdentado. **Los problemas del control judicial de la discrecionalidad técnica**: um estudo crítico de la jurisprudência. Madrid: Civitas, 1997.
- DESAN, Christine. **Making money**: coin, currency and the coming of capitalism. Oxford: Oxford University, 2014.

- DESAN, Christine A. The Constitutional Approach to Money: Monetary Design and the Production of the Modern World. In: BANDELJ, Nina; WHERRY, Frederick F.; ZELIZER, Viviana (eds.). **Money Talks: Explaining How Money Really Works**. Princeton: Princeton University Press, 2017. p. 126.
- DIEGO, Marcelo. **Operação de socorro**. Folha de São Paulo, São Paulo, 3 dez. 1998. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fio3129802.htm>.
- DINOVELLI, Benjamin. **The Federal Reserve's Forgotten Credit Mandate**. *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 138, n. 7, p. 1887-1910, 2025.
- DOMBRET, Andreas; KENADJIAN, Patrick S. (eds.). **Green Banking and Green Central Banking**. Berlin; Boston: De Gruyter, 2021.
- DOWNEY, Leah. **Our Money: Monetary Policy as if Democracy Matters**. Princeton: Princeton University, 2024.
- EDWARDS, Sebastián. **American Default: The Untold Story of FDR, the Supreme Court, and the Battle over Gold**. Princeton: Princeton University Press, 2018.
- EUA. Fed. The Treasury-Fed Accord. *Federal Reserve History*, Washington, D.C., 22 de nov. de 2013.
- FRANCO, Gustavo H. B. **A moeda e a lei: uma história monetária brasileira, 1933-2013**. Rio de Janeiro: Zahar, 2017.
- FRIEDMAN, Milton. **A Program for Monetary Stability**. Nova York: Fordham University, 1960.
- FRIEDMAN, Milton. Government Revenue from Inflation. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 79, n. 4, p. 846-856, 1971.
- GARBADE, Kenneth D. **After the Accord: A History of Federal Reserve Open Market Operations, the US Government Securities Market, and Treasury Debt Management from 1951 to 1979**. Cambridge: Cambridge University, 2021.
- GOODHART, Charles A. E. The role of macro-prudential policy. In: CONTI-BROWN, Peter; LASTRA, Rosa M. (Orgs.). **Research Handbook on Central Banking**. Cheltenham: Edward Elgar, 2018.
- GRAZIANI, Augusto. **The Monetary Theory of Production**. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
- HALDANE, Andrew G. Central bank psychology. In: CONTI-BROWN, Peter; LASTRA, Rosa M. (orgs.). **Research Handbook on Central Banking**. Cheltenham; Northampton, MA: Edward Elgar Publishing, 2018, p. 365-379.
- HAMMOND, Gill. **State of the Art of Inflation Targeting**. London: Bank of England, Centre for Central Banking Studies, CCBS Handbook No. 29, 2012. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/ccbs/resources/state-of-the-art-inflation-targeting>.
- HOCKETT, Robert C.; OMAROVA, Saule T. **The Finance Franchise**. Cornell Law Review, vol. 102, n. 5, p. 1143-1221, 2017.

ISSING, Otmar. Green monetary policy? In: DOMBRET, Andreas; KENADJIAN, Patrick S. (eds.). **Green Banking and Green Central Banking**. Berlin; Boston: De Gruyter, 2021, p. 187-188.

KRIPPNER, Greta R. **Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance**. Cambridge: Harvard University, 2012.

KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules rather than Discretion: the inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 85, n. 3, p. 473-491.

LAGARDE, Christine. **Climate change and central banking**. Discurso proferido na conferência Green Banking and Green Central Banking, Frankfurt am Main, 25 de janeiro de 2021. Disponível em: <https://www.bis.org/review/r210127d.pdf>. Acesso em: 20 set. 2025. PAUL, Ron. *End the Fed*. New York: Grand Central Publishing, 2009.

LARMORE, Charles. Public Reason. In: **The Cambridge companion to Rawls**. FREEMAN, Samuel (ed.). Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

LERNER, Abba P. Review of A Program for Monetary Stability, by Milton Friedman. **Journal of the American Statistical Association**, Alexandria, v. 57, n. 297, p. 211-220, mar. 1962.

MACHADO, Vicente da Gama. **Inflação núcleo no Brasil: passado e presente**. Série de Trabalhos para Discussão — Banco Central do Brasil, n. 602, abr. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/WP602v2.pdf>.

MACESICH, George. **Monetary Policy and Politics: rules versus discretion**. Westport: Praeger, 1992.

MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e aplicação do direito**. 22. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

MENDONÇA, H. F. **Metas para inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados**. Revista de Economia Política, Rio de Janeiro, v. 27, n. 1, p. 111-130, jan./mar. 2007.

MONNET, Éric. **Balance of Power: Central Banks and the Fate of Democracies**. Chicago: University of Chicago Press, 2024.

MOORE, Basil J. **Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money**. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

NELSON, Edward. From Friedman to Taylor: The Revival of Monetary Policy Rules in the 1990s. **Finance and Economics Discussion Series**, Washington, D.C., n. 2025-023, 2025.

NOVA ZELÂNDIA. The Treasury. **Modernising New Zealand's Monetary Policy Framework: Phase One**. Wellington, 2018.

OCDE. **Constitutions in OECD Countries: a comparative study**. Paris: OECD Publishing, 2022.

OSÓRIO, Fábio Medina. **Os Limites da Discrecionalidade Técnica e as Provas Objetivas nos Concursos Públicos de Ingresso nas Carreiras Jurídicas**. Revista Eletrônica de Direito do Estado (REDE), Salvador: Instituto Brasileiro de Direito Público, n. 22, abril/maio/junho de 2010. Disponível em: <https://www.direitodoestado.com.br/artigo/fabio-medina-osorio/os-limites-da-discrecionalidade-tecnica-e-as-provas-objetivas-nos-concursos-publicos-de-ingresso-nas-carreiras-juridicas>.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. O tripé, o trilema e a política macroeconômica. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. **Dossiê da crise IV: a economia brasileira na encruzilhada**. [S.l.]: Associação Keynesiana Brasileira, 2013. p. 10-18.

PETROU, Karen. **Engine of Inequality: The Fed and the Future of Wealth in America**. Hoboken (NJ): Wiley, 2021.

RICKS, Morgan. **Money as Infrastructure**. Columbia Business Law Review, v. 2018, n. 3, p. 757-851, 2019.

ROBERTS, Alasdair S. **The Logic of Discipline: Global Capitalism and the Architecture of Government**. Oxford: Oxford University Press, 2010.

ROMAN, Flávio José. **Discrecionalidade técnica na regulação econômica**. São Paulo: Saraiva, 2013.

ROSE-ACKERMAN, Susan. Citizens and technocrats: an essay on trust, public participation, and government legitimacy. In: LINDETH, Peter; EMERSON, Blake (eds.). **Comparative Administrative Law**. 2nd ed. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2017. p. 251-267.

SCHAPIRO, Mario Gomes. **A regulação executiva da moeda: a variedade institucional da regulação monetária brasileira na Nova República**. Revista de Direito Administrativo, v. 279, n. 2, p. 141-183, maio/ago. 2020. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rda/article/view/82008>.

SILVA, Nelson da. **Medidas de Núcleo de Inflação para o Brasil baseadas no Método Wavelets?** Brasília: Banco Central do Brasil, Departamento de Estudos e Pesquisas, Série Trabalhos para Discussão, n. 528, jul. 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/wps528.pdf>.

SIMONS, Henry C. Rules versus Authorities in Monetary Policy. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 44, n. 1, p. 1-30, 1936.

STIGLITZ, Joseph E. Central Banking in a Democratic Society. **De Economist**, Nova York, v. 146, n. 2, p. 199-226, 1998.

SUÉCIA. Sveriges Riksbank. **The new Riksbank Act and the monetary policy framework**. Estocolmo, 2023.

SCHWARTZ, Pedro; CASTAÑEDA, Juan Enrique. **Central Banks: From Politically Independent to Market-Dependent Institutions**. Economic Affairs, v. 29, n. 3, p. 9-16, set. 2009.

TAIAR, Estevão; PEREIRA, Gabriela. Haddad fala em ruídos e chama de “inimaginável” meta de inflação de 3%. **Valor Econômico**, São Paulo, 23 de mai. de 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2024/05/23/haddad-fala-em-ruídos-e-chama-de-inimaginavel-meta-de-inflacao-de-3.ghtml>.

TAVLAS, George S. In Old Chicago: Simons, Friedman and the Development of Monetary-Policy Rules. **Journal of Money, Credit and Banking**, Hoboken, v. 47, n. 1, p. 99-121, 2015.

TAYLOR, John B. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Amsterdã, v. 39, p. 195-214, 1993.

THIEMANN, Matthias. Macro-prudential Regulation Post-Crisis and the Resilience of Financialization. In: **The Routledge International Handbook of Financialization**. London: Routledge, 2020.

THIEMANN, Matthias. **Taming the Cycles of Finance?** Central Banks and the Macro-prudential Shift in Financial Regulation. Cambridge: Cambridge University Press, 2024.

TUCKER, Paul. **Unelected Power:** The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State. Princeton: Princeton University, 2018.

VAN 'T KLOOSTER, Jens. Central Banks. In: BELLAMY, Richard; KING, Jeff (orgs.). **The Cambridge Handbook of Constitutional Theory**. Cambridge: Cambridge University Press, 2025. p. 622-638.

VIANNA, Maria Lúcia Teixeira Werneck. **A Administração do Milagre:** o Conselho Monetário Nacional – 1964-1974. Petrópolis: Vozes, 1987.

WEIDMANN, Jens. What Role should Central Banks play in Combating Climate Change? In: DOMBRET, Andreas; KENADJIAN, Patrick S. (eds.). **Green Banking and Green Central Banking**. Berlin; Boston: De Gruyter, 2021, p. 159-168.

ZELIZER, Viviana (eds.). **Money Talks:** Explaining How Money Really Works. Princeton: Princeton University Press, 2017. p. 109-130.

Proporcionalidade Regulatória em Xequê na Prevenção à Lavagem de Dinheiro

DOI: <https://doi.org/10.58766/rpgbcb.v19i2.1256>

Andréa Alves Corrêa*

Recebido/Received: 7/1/2026

Aprovado/Approved: 5/3/2026

Introdução. 1 Contextualização da PLD no Brasil. 2 Referencial teórico e bibliográfico. 2.1 Evolução da regulação financeira e assimetria. 2.2 Estruturação do SBPE e papel das APEs. 3 Justificativa e relevância. 4 Procedimentos metodológicos. 5 Discussão. 5.1 Proporcionalidade regulatória em xequê. Conclusão.

Resumo

Este artigo teórico analisa as assimetrias regulatórias na prevenção à lavagem de dinheiro (PLD) aplicáveis a entidades financeiras não bancárias, à luz do princípio da proporcionalidade regulatória. O estudo tem como objetivo examinar a compatibilidade entre obrigações normativas e a capacidade operacional efetiva dessas entidades, tomando como referência as Associações de Poupança e Empréstimo (APEs). Metodologicamente, a pesquisa baseia-se em ampla revisão crítica da literatura sobre regulação financeira, inteligência financeira e *responsive regulation*. Os resultados indicam que a imposição de deveres de comunicação incompatíveis com a realidade operacional gera ineficiência regulatória, risco de duplicidade informacional e redução da qualidade da inteligência financeira. Como conclusão, o artigo propõe um enquadramento analítico que distingue obrigação regulatória formal de capacidade operacional real, contribuindo para a calibração de regimes de prevenção à lavagem de dinheiro e para o fortalecimento da efetividade regulatória e da segurança jurídica.

Palavras-chave: proporcionalidade regulatória; prevenção à lavagem de dinheiro; entidades financeiras não bancárias; assimetrias regulatórias; comunicações de operações em espécie.

* Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília (UnB). Especialista em Auditoria, Perícia Contábil e Controladoria. Analista de compliance com expertise em PLD/FTP e 23 anos de experiência no setor financeiro. <https://orcid.org/0009-0000-8264-814X>

Regulatory Proportionality Challenged in Anti-Money Laundering

Abstract

This theoretical article analyzes regulatory asymmetries in anti-money laundering frameworks applied to non-bank financial institutions, in light of the principle of regulatory proportionality. The study aims to examine the compatibility between normative obligations and the effective operational capacity of these entities, using Savings and Loan Associations as an analytical reference. Methodologically, the research is based on an extensive critical review of the literature on financial regulation, financial intelligence, and responsive regulation. The findings indicate that the imposition of reporting duties misaligned with operational realities leads to regulatory inefficiency, risks of informational duplication, and a reduction in the quality of financial intelligence. The article concludes by proposing an analytical framework that distinguishes formal regulatory obligations from actual operational capacity, contributing to the calibration of anti-money laundering regimes and to the strengthening of regulatory effectiveness and legal certainty.

Keywords: regulatory proportionality; anti-money laundering; non-bank financial institutions; regulatory asymmetries; currency transaction reporting.

Introdução

A estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN) foi moldada por processos históricos e normativos que buscaram equilibrar estabilidade, expansão do crédito e democratização do acesso aos serviços financeiros. A criação do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e, no seu âmbito, das APEs, foi marco relevante na consolidação de instrumentos de financiamento habitacional e de formas alternativas de captação de recursos, especialmente a partir das reformas das décadas de 1960 e 1970 (Marcondes, 1978; Geist, 2008). A regulamentação progressiva dessas entidades permitiu estruturar mecanismos de proteção financeira e conformidade regulatória, como demonstram os estudos sobre a evolução regulatória bancária no país (Neves, 2018; Lundberg, 2000).

Todavia, apesar do arcabouço que favoreceu a criação de APEs em seus primeiros anos, fatores estruturais, competitivos e regulatórios levaram à gradual redução desse segmento no sistema financeiro, restando apenas a Associação de Poupança e Empréstimo (Poupex), única APE em pleno funcionamento, criada com o amparo da Lei 6.855, de 18 de novembro de 1980 (Banco Central do Brasil, 2025).

Como destacam Lundberg (1999) e Souza (2017), o ambiente de concentração bancária, as exigências de capital e a necessidade de maior eficiência operacional reduziram o espaço para instituições de menor porte, especialmente aquelas que dependiam de redes de atendimento terceirizadas. Nesse contexto, permanece estabelecida a Poupex, cuja natureza jurídica e operacional a distingue dos bancos, uma vez que não possui estrutura bancária própria para realizar operações em espécie.

A permanência da Poupex no sistema decorre, em grande parte, de sua capacidade de adaptação a um modelo peculiar de funcionamento, especialmente no que tange às suas fontes de captação. Não sendo um banco, a Poupex depende de convênio bancário com instituição financeira

autorizada para operacionalizar depósitos de poupança. Conforme divulgado no *site* da APE, as operações de numerário referentes à Poupança Poupex são realizadas por agências bancárias do banco conveniado.

Esse arranjo operacional, embora funcional para fins de captação e atendimento ao público, produz desafios significativos no cumprimento de obrigações regulatórias definidas pelo Banco Central do Brasil (BC), especialmente após a intensificação das normas de PLD. A Circular BCB 3.978, de 23 de janeiro de 2020, e a Carta Circular BCB 4.001, de 29 de janeiro de 2020, introduzem diretrizes de inteligência financeira, entre elas a obrigatoriedade das Comunicações de Operações em Espécie (COE), reporte destinado ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf).

As COE são comunicações compulsórias destinadas a registrar operações em espécie acima de determinados valores, com o objetivo de fortalecer a rastreabilidade de numerário e subsidiar análises de inteligência financeira (Jung, 2007; Freitas & Silva, 2023; Tafuri *et al.*, 2025). No caso das APEs, essas comunicações têm como referência operações realizadas por agências do banco conveniado, que detêm a estrutura bancária para operacionalização das transações.

Diante disso, emerge um debate relevante: a aderência das normas de PLD às especificidades de entidades não bancárias que integram o SBPE. Estudos clássicos sobre estrutura bancária e regulação prudencial já advertiam que normas homogêneas aplicadas a instituições heterogêneas podem gerar distorções e assimetrias operacionais (Lundberg, 2000; Cintra, 2009). O presente estudo insere-se nesse debate ao analisar, sob a perspectiva regulatória, os desafios enfrentados pela APE remanescente no SBPE diante das exigências de comunicação compulsória de operações em espécie.

Cabe ressaltar que a Poupex é utilizada neste artigo como exemplo ilustrativo para ancorar a discussão teórica. O foco da análise não é a investigação empírica aprofundada da entidade, mas sim a exploração conceitual do descompasso regulatório que sua situação operacional exemplifica. Dessa forma, o estudo privilegia a reflexão teórica sobre os limites da regulação padronizada e os imperativos da proporcionalidade, utilizando o caso concreto como lente para examinar um problema de natureza sistêmica.

Para desenvolver essa análise, o artigo estrutura-se da seguinte forma: inicialmente, contextualiza-se o regime brasileiro de prevenção à lavagem de dinheiro e o papel das Comunicações de Operações em Espécie no sistema de inteligência financeira; em seguida, apresenta-se o referencial teórico sobre proporcionalidade regulatória, *responsive regulation* e a evolução normativa das APEs no Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo; na sequência, discute-se criticamente a aplicação das exigências de PLD à Poupex, evidenciando o descompasso entre obrigação formal e viabilidade operacional; por fim, são apresentadas considerações conclusivas e propostas de recalibração normativa à luz do princípio da proporcionalidade regulatória.

1 Contextualização da PLD no Brasil

A compreensão do regime brasileiro de prevenção à lavagem de dinheiro exige mais do que a leitura literal das normas: ela demanda a observação das ideias, tensões e pressupostos que orientam a ação regulatória no SFN. A PLD, enquanto política pública, não se constrói apenas a partir de regras, mas de escolhas institucionais sobre quem vigia, como vigia e com quais instrumentos vigia. Assim, antes de examinar as especificidades das COE, torna-se necessário revisitar a lógica que sustenta o modelo brasileiro – um modelo que combina supervisão prudencial, inteligência financeira e responsabilização compartilhada. Este capítulo, portanto, situa o debate em seu

devido contexto teórico, permitindo compreender por que certas obrigações emergem, como são justificadas e em que medida dialogam (ou não) com as características das instituições que pretendem regular.

A PLD no Brasil consolidou-se como política pública essencial para a integridade do SFN. Desde a Lei 9.613, de 3 de março de 1998, o país estruturou um modelo institucional que combina supervisão regulatória, exercida pelo Banco Central do Brasil, e inteligência financeira, desempenhada pelo Coaf (Estellita, 2021; Tafuri *et al.*, 2025). O BC estabelece normas e fiscaliza instituições reguladas, enquanto o Coaf recebe, processa e dissemina comunicações obrigatórias e suspeitas.

É nesse contexto normativo que se insere a exigência das Comunicações de Operações em Espécie, instrumento que concentra parte significativa das tensões regulatórias analisadas neste estudo. As COE são comunicações compulsórias, não sujeitas a juízo subjetivo, destinadas a registrar operações em espécie acima de parâmetros normativos (Freitas; Silva, 2023; Barbosa; Nunes, 2022). A finalidade é dupla: (i) possibilitar rastreamento de numerário e (ii) alimentar o Coaf com dados padronizados capazes de revelar padrões suspeitos.

A Circular 3.978 impõe prazo máximo de 24 horas para que a instituição comunique a operação ao Coaf. Estudos como Andrade (2019) destacam que a tempestividade é elemento central da eficácia da inteligência financeira.

No caso da Pouplex, contudo, nenhuma operação em espécie ocorre em suas unidades, pois a APE não possui estrutura bancária. Todas as operações são realizadas em agências do banco conveniado, que detém os registros, documentos e sistemas operacionais – um fator que condiciona e limita a capacidade da APE de atender às exigências normativas da COE.

Embora a Circular BCB 3.978/2020 não mencione expressamente as Associações de Poupança e Empréstimo (APEs), seu preâmbulo e sua estrutura normativa deixam claro que a obrigação de comunicar operações em espécie alcança todas as instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central. Isso inclui, portanto, entidades não bancárias que integram o Sistema Financeiro Nacional, entre elas as APEs.

A disposição decorre da lógica sistêmica da Circular, que estabelece deveres de monitoramento, registro e comunicação para todos os sujeitos regulados, independentemente de realizarem ou não atendimento presencial ou manuseio de numerário. Assim, a previsão normativa abrange as APEs por inclusão genérica no conjunto de instituições supervisionadas pelo BC, ainda que o texto da norma tenha sido idealizado primordialmente para instituições bancárias.

Esses elementos evidenciam que o problema enfrentado pelas APEs não é pontual nem circunstancial, mas estrutural, exigindo análise que vá além da literalidade normativa e incorpore princípios de proporcionalidade regulatória.

2 Referencial teórico e bibliográfico

O referencial teórico que fundamenta este artigo articula três eixos centrais: (i) a evolução normativa e a lógica da regulação bancária no Brasil; (ii) a origem, função e transformação das Associações de Poupança e Empréstimo (APEs) dentro do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE); e (iii) as especificidades normativas relacionadas à prevenção à lavagem de dinheiro e ao tratamento de operações em espécie. A articulação desses eixos permite compreender não apenas o contexto regulatório vigente, mas também suas tensões internas e suas limitações diante de arranjos institucionais não convencionais, como o da Pouplex.

A proporcionalidade regulatória é um dos pilares contemporâneos da supervisão financeira e constitui um dos conceitos mais relevantes para analisar o enquadramento normativo da Pouplex. O princípio da proporcionalidade pressupõe que as exigências regulatórias devem ser calibradas segundo o porte da instituição, natureza jurídica, modelo de negócio, perfil de risco e capacidade operacional. Ayres e Braithwaite (1992) defendem que a regulação eficaz deve se adaptar às características dos regulados; normas padronizadas ignoram contextos institucionais e podem gerar resultados contraproducentes.

Goodhart (1988) e Mishkin (2000) afirmam que, em sistemas financeiros diversificados, a uniformidade regulatória pode produzir desajustes e penalizar instituições com menor complexidade estrutural.

O Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) incorporou a proporcionalidade em múltiplos documentos, com destaque para o Core Principles for Effective Banking Supervision (BCBS, 2012/2021), o Guidance on the Application of the Core Principles for Islamic Finance e o Proportionality in Bank Regulation (BCBS, 2019).

O BCBS reconhece explicitamente que modelos de negócio distintos requerem abordagens diferenciadas. Os *Core Principles* estabelecem que os supervisores devem adaptar requisitos conforme a natureza de cada instituição. A proporcionalidade não reduz rigor, mas adequa forma, processos e instrumentos.

Aplicar à Pouplex, instituição não bancária, sem tesouraria, sem caixas físicos e não autorizada a manipular numerário, as mesmas exigências aplicáveis a bancos com ampla rede de agências e estrutura de numerário, como é o caso de seu banco conveniado, constitui uma dissonância direta com o princípio de proporcionalidade.

A análise do caso sugere uma dissonância entre a finalidade regulatória para PLD e a realidade operacional (entidade legalmente impedida de manipular numerário).

É justamente essa dissonância que a teoria regulatória internacional caracteriza como *misshapen compliance regime*. Essa incompatibilidade gera custos regulatórios desnecessários, risco de reportes duplicados, dependência assimétrica de informações do banco conveniado, comprometimento da efetividade da inteligência financeira, e possível perda de foco regulatório.

Além disso, revela lacuna normativa: o marco legal das APEs (atualizado pela Resolução BCB 5.052, de 25 de novembro de 2022) não dialoga plenamente com o de PLD (Circular 3.978/2020), apesar de ambas serem normas do BC.

2.1 Evolução da regulação financeira e assimetria

Neves (2018) e Lundberg (2000) destacam que a regulação bancária brasileira evoluiu com foco em instituições financeiras tradicionais, priorizando solidez, proteção sistêmica e disciplinamento regulatório (incluindo o prudencial e o de conformidade, como a PLD).

A regulação bancária brasileira desenvolveu-se historicamente sob a premissa de que as instituições financeiras possuem estrutura física, operacional e sistêmica semelhante, uma suposição que, embora adequada no momento de sua formulação, tornou-se progressivamente tensionada pela diversidade institucional existente no SFN. Neves (2018) argumenta que a arquitetura regulatória brasileira manteve seu foco principal no fortalecimento da estabilidade sistêmica, partindo de um modelo analítico construído a partir de bancos comerciais e múltiplos. De maneira semelhante, Lundberg (2000) aponta que o arcabouço regulatório foi moldado para mitigar riscos típicos dessas instituições, como liquidez, crédito e risco operacional, reforçando a disciplina regulatória.

Contudo, esses estudos também deixam implícita uma questão fundamental: até que ponto essa regulação padronizada permanece adequada diante da heterogeneidade das instituições financeiras contemporâneas? Se o sistema regulatório foi concebido para entidades com estruturas similares, a aplicação uniforme de suas exigências a instituições não bancárias, como as APes, pode gerar assimetrias.

Isso conduz a reflexões importantes:

- O modelo atual de regulação de PLD reconhece suficientemente arranjos institucionais não convencionais?
- As normas contemplam a diversidade operacional existente no SFN ou reforçam uma lógica bancocêntrica?

Ao revisitar a literatura, observa-se que a evolução normativa buscou reforçar solidez e controle, mas raramente problematizou a compatibilidade entre instituições com funções distintas, uma lacuna teórica que se torna visível diante do caso Pouplex.

Se a regulação bancária tradicional se consolidou com foco em instituições de estrutura homogênea, cumpre examinar agora como um tipo específico de entidade, as Associações de Poupança e Empréstimo, se inseriu nesse sistema, ainda que sob um modelo operacional distinto.

Autores como Jung (2007), Freitas e Silva (2023), Estellita (2021) e Barbosa e Nunes (2022) analisam riscos do numerário, a necessidade de rastreamento e o importante papel das COE.

O tema PLD ganhou relevância crescente ao longo das últimas décadas, impulsionado pelos riscos inerentes ao manejo de numerário. Jung (2007) aponta que operações em espécie possuem alto potencial de opacidade, motivo pelo qual se encontram entre os principais vetores de risco para a lavagem de dinheiro. Freitas e Silva (2023) reforçam que, para o sistema de prevenção funcionar de maneira efetiva, é necessário identificar, registrar e comunicar movimentações atípicas, especialmente em dinheiro físico.

Do ponto de vista regulatório, a Circular BCB 3.978/2020 e a Carta Circular BCB 4.001/2020 intensificaram o monitoramento de operações em espécie, exigindo Comunicações de Operações em Espécie (COE) em prazo reduzido (24 horas). Barbosa e Nunes (2022) ressaltam que essas comunicações fornecem ao Coaf material analítico essencial para identificar padrões e desvios, fortalecendo o combate ao crime organizado.

Entretanto, a literatura também indica limites importantes. Estellita (2021) evidencia que a transmissão de informações financeiras é condicionada por elementos como sigilo bancário, titularidade dos registros e acesso aos documentos primários. Essa constatação é relevante quando se analisa entidades que não realizam operações em espécie em sua própria estrutura, como é o caso das APes.

Diante disso, emergem questionamentos essenciais para a reflexão teórica:

- É possível aplicar exigências de comunicação compulsória a instituições que não executam, presenciam ou registram diretamente os eventos que originam a comunicação?
- O sistema de PLD brasileiro possui mecanismos suficientemente flexíveis para reconhecer arranjos operacionais baseados em convênios?
- Qual é o impacto regulatório de exigir que a Pouplex comunique operações que ocorrem exclusivamente sob a estrutura de outra instituição financeira?

Essas questões revelam um ponto central deste trabalho: embora a regulação de PLD seja tecnicamente robusta e necessária, sua aplicação a entidades com modelos operacionais não convencionais pode gerar tensões, inconsistências e desafios estruturais que não foram considerados na formulação normativa.

A compreensão da posição institucional da Pouplex no SFN requer o resgate do arcabouço normativo que estruturou o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e, no seu interior, as APEs. O marco dessas entidades remonta à Lei 4.380/1964, que criou o Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e estabeleceu diretrizes para ampliação do crédito imobiliário. Complementarmente, a Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que instituiu a Reforma Bancária, consolidou a arquitetura regulatória sobre instituições financeiras, distinguindo entre entidades bancárias e não bancárias e delineando suas competências e limitações operacionais.

Nesse contexto, as APEs foram concebidas como entidades financeiras não bancárias, vocacionadas à captação de poupança e à concessão de financiamentos imobiliários dentro do SBPE. Marcondes (1978) descreve essas associações como agentes de intermediação especializada, cuja função se estruturava em modelos operacionais simplificados e dependentes de parcerias para execução de atividades típicas de instituições bancárias. Essa concepção inicial explicava, por exemplo, a ausência de tesouraria própria, caixas físicos, redes de atendimento e capacidade de realizar operações em espécie. Geist (2008), ao analisar a evolução do financiamento habitacional, reforça que as APEs funcionavam como pontes entre poupadores e mutuários, mas não como bancos no sentido operacional.

Na década de 1990, Simonsen (1991) apontava que a estrutura institucional das APEs se tornara defasada diante da modernização do sistema financeiro e da expansão das instituições múltiplas. Esse movimento culminou na sobrevivência de apenas uma APE no país: a Pouplex, cuja singularidade passou a demandar leitura regulatória diferenciada.

A atualização normativa mais recente sobre essas entidades ocorreu por meio da Resolução BCB 5.052, de 25 de novembro de 2022, que consolidou o marco legal das APEs no âmbito da regulação prudencial moderna. A norma reforça o caráter não bancário das APEs, que, conseqüentemente, não estão autorizadas a desempenhar atividades típicas de bancos comerciais, tais como a manutenção de contas correntes, a movimentação física de numerário ou a prestação de serviços bancários de atendimento direto ao público em geral. Ou seja, a legislação não apenas distingue as APEs dos bancos: ela as posiciona em uma categoria jurídica que não contempla o exercício de atividades bancárias tradicionais.

Essa distinção normativa encontra fundamento na própria Resolução BCB 5.052/2022, que prevê, em seu art. 17, o âmbito de aplicação às APEs, com objeto social restrito à captação de recursos mediante depósitos de poupança e, nos arts. 18 e 19, a aplicação desses recursos em financiamento habitacional, autorizando-as, no art. 26, a celebrar convênio para captação e gestão de depósitos de poupança. Embora a norma não explicita a proibição de manipulação de numerário, a natureza não bancária associada à necessidade de convênio bancário para operacionalização da poupança implica estruturalmente a impossibilidade de manipulação direta de espécie.

Essa característica normativa implica consequências diretas para a operacionalização das atividades da APE, que, ao não poder manipular numerário nem manter estrutura bancária, depende necessariamente de convênio com instituição financeira autorizada para operacionalizar depósitos, saques e qualquer movimentação física de dinheiro associada à Poupança Pouplex. Dessa necessidade decorre o convênio firmado com instituição bancária, autorizado pelo próprio BC. A formalização desse convênio não constitui mera alternativa operacional, mas sim uma condição

jurídica imposta pela legislação, em consonância com a própria lógica de funcionamento das APEs desde sua origem histórica.

Esse cenário permite formular um questionamento essencial para o debate regulatório contemporâneo: é coerente exigir de uma APE a mesma obrigação de comunicar operações em espécie (COE) que se exige de um banco, se a própria legislação a impede de realizar operações em espécie? Ao aplicar indistintamente a Circular 3.978/2020 e a Carta Circular 4.001/2020 a instituições com arquiteturas operacionais opostas, o regulador parece pressupor uma equivalência estrutural que, de fato, não existe.

Além disso, o banco conveniado, e não a APE, é o agente que possui: os CNPJs vinculados às operações em espécie, a estrutura física em que tais operações ocorrem, os sistemas que processam as transações, e os documentos primários protegidos por sigilo bancário (fitas de caixa, logs internos, trilhas de auditoria).

Assim, ao exigir que a Poupex comunique operações cuja ocorrência se dá inteiramente sob a esfera operacional do banco conveniado, cria-se um descompasso entre a letra da norma e a realidade institucional da entidade regulada.

Por fim, a existência de um marco legal que impede a Poupex de funcionar como banco, contraposta à obrigação regulatória que pressupõe comportamento típico de instituição bancária, levanta reflexões relevantes no campo da proporcionalidade regulatória. Como sugerido por Lundberg (2000) e Cintra (2009), a regulação financeira deve ser calibrada de acordo com o risco, o porte e a natureza da instituição. Assim, a uniformização normativa pode gerar assimetrias injustificadas quando aplicada a modelos operacionais que fogem ao padrão bancário tradicional.

Este subcapítulo evidencia, portanto, que o marco legal das APEs é não apenas relevante para compreender a posição institucional da Poupex, mas também indispensável para analisar a compatibilidade, ou falta dela, entre as obrigações de PLD e a natureza jurídica imposta pelo próprio regulador. Essa discussão serve de base teórica central para os desafios regulatórios que serão aprofundados nos capítulos seguintes.

O estudo dos desafios regulatórios enfrentados pelas APEs também se beneficia da incorporação de literatura internacional sobre supervisão financeira, proporcionalidade regulatória e prevenção à lavagem de dinheiro. Autores clássicos da economia institucional e da regulação trazem elementos essenciais para compreender o dilema entre normas uniformes e capacidades institucionais heterogêneas.

Goodhart (1988), ao analisar a evolução dos bancos centrais, argumenta que a regulação financeira tradicional foi construída para instituições com estruturas comparáveis, advertindo que o aumento da complexidade institucional exige modelos regulatórios responsivos. No mesmo sentido, Barth, Caprio e Levine (2006) demonstram que regimes regulatórios que ignoram diferenças operacionais tendem a produzir distorções, aumento de custos e baixa efetividade sistêmica.

Ayres e Braithwaite (1992), com a Teoria da *Responsive Regulation*, fornecem talvez a base teórica mais robusta para reflexão: a regulação deve ser proporcional, responsiva ao risco e calibrada segundo as características institucionais. A imposição de requisitos não compatíveis com a estrutura da entidade é vista por esses autores como forma de *overregulation*, indutora de ineficiência e de baixa aderência.

No campo da PLD, Barbosa e Nunes (2022) ressaltam que operações em espécie constituem risco elevado e justificam vigilância intensiva. Levi (2012) reforça que obrigações de PLD só produzem resultados quando atribuídas aos agentes que têm acesso direto aos eventos monitorados, exatamente o oposto do que ocorre no caso da Poupex.

As recomendações internacionais do Gafi/FATF também dialogam com essa premissa. A FATF Recommendation 1 estabelece que os países devem adotar abordagem baseada em risco (*risk-based approach*), e a Interpretive Note destaca a importância da proporcionalidade na implementação das normas de PLD para diferentes tipos de instituições. Em suma, o cenário internacional reforça que a regulação deve ser adequada ao risco e viável ao regulado, conceitos centrais que se conectam diretamente ao caso das APEs.

2.2 Estruturação do SBPE e papel das APEs

A criação do SBPE, conforme analisado por Marcondes (1978), inseriu as APEs como agentes especializados na captação de poupança e na oferta de financiamento habitacional, estruturando um subsistema com objetivos claros e funções delimitadas. Geist (2008) reforça que sua concepção original buscava diversificar os mecanismos de acesso ao crédito imobiliário e estimular a formação de poupança doméstica, posicionando as APEs como instrumentos de intermediação entre poupadores e tomadores.

Entretanto, a evolução do sistema financeiro brasileiro não ocorreu de maneira linear. Como explicado na introdução, o ambiente competitivo, a crescente concentração bancária e o endurecimento das exigências regulatórias ao longo das décadas geraram um movimento gradativo de retração das APEs. Souza (2017) destaca que instituições menores, sem estrutura própria de atendimento, tornaram-se mais vulneráveis às mudanças competitivas e normativas, resultando em extinção, fusão ou absorção da maior parte das APEs.

Esse histórico suscita perguntas centrais para este artigo:

- O arcabouço atual ainda reconhece a finalidade para a qual as APEs foram criadas?
- As exigências regulatórias contemporâneas consideram a função especializada das APEs dentro do SBPE ou as tratam como bancos tradicionais?
- Qual é o custo regulatório de se aplicar normas bancárias a entidades cuja operação não envolve numerário nem estrutura bancária?

Além disso, a permanência de apenas uma APE, a Pouplex, indica que o modelo institucional se tornou excepcionalmente raro no SFN. Tal singularidade reforça a necessidade de repensar o enquadramento regulatório, especialmente no tocante a obrigações que pressupõem a existência de estrutura bancária própria.

3 Justificativa e relevância

A necessidade de discutir proporcionalidade regulatória no âmbito das Associações de Poupança e Empréstimo (APEs) torna-se particularmente relevante diante da crescente sofisticação do arcabouço normativo de PLD no Brasil. Desde a promulgação da Lei 9.613/1998 e suas alterações posteriores, o país tem reforçado mecanismos de supervisão e inteligência financeira, especialmente por meio do BC e do Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf) (Estellita, 2021; Tafuri *et al.*, 2025). No entanto, tais mecanismos foram historicamente desenhados para instituições bancárias tradicionais, o que gera desafios quando aplicados a entidades com estrutura operacional distinta.

Do ponto de vista teórico, a relevância deste estudo decorre da escassez de pesquisas que tratem das APEs como agentes regulados sujeitos a normas bancárias, embora não operem como bancos. A literatura existente concentra-se no papel das instituições financeiras clássicas, cooperativas de crédito e instituições de fomento (Cintra, 2009; Lundberg, 1999, 2000), mas pouco aborda a aplicabilidade prática das normas às entidades remanescentes do SBPE. Autores como Marcondes (1978) e Geist (2008) tratam da relevância histórica das APEs para o financiamento habitacional, mas não enfrentam a problemática regulatória contemporânea.

A relevância prática deste trabalho está associada às tensões entre responsabilidade regulatória e capacidade operacional de APEs. As exigências impostas pela Circular BCB 3.978/2020 e pela Carta Circular BCB 4.001/2020, especialmente no tocante às COE, pressupõem a existência de estrutura bancária, ambientes físicos de atendimento e capacidade de processamento de numerário, elementos inexistentes em APEs. Como demonstram Jung (2007) e Freitas e Silva (2023), a eficácia da PLD depende da existência da norma e de sua aderência ao contexto operacional da instituição obrigada.

De forma institucional, a discussão também é relevante para o aprimoramento da governança e da conformidade normativa, considerando que a Pouplex depende integralmente de um banco conveniado para realizar operações em espécie.

Sem acesso a dados essenciais, documentos primários ou estrutura própria, a entidade encontra dificuldades em cumprir integralmente as obrigações previstas em norma, o que cria risco regulatório não decorrente de conduta, mas sim de arquitetura operacional.

Por fim, em termos sociais, o debate tem impacto direto na proteção do poupador. A Pouplex desempenha papel histórico na democratização da poupança e no financiamento habitacional brasileiro, sendo responsável pela manutenção de carteira relevante dentro do SBPE (Marcondes, 1978). Uma regulação desproporcional tende a gerar custos operacionais injustificados tanto para a APE quanto para a instituição conveniada. Nesse cenário, o reporte torna-se duplicado, a instituição conveniada comunica a operação e a APE replica a informação utilizando um CNPJ distinto daquele onde a transação em espécie efetivamente ocorreu, o que pode resultar no descumprimento dos prazos normativos. Tal dinâmica compromete a segurança jurídica e de inteligência financeira e não produz ganhos concretos em termos de prevenção à lavagem de dinheiro.

4 Procedimentos metodológicos

Este artigo teórico adota abordagem qualitativa e exploratória, fundamentada em revisão bibliográfica e análise documental. A opção por um artigo teórico segue a tradição metodológica de estudos que analisam regulação financeira e evolução normativa, como os conduzidos por Lundberg (1999, 2000) e Neves (2018), que fazem uso intensivo de interpretação documental.

A revisão bibliográfica foi conduzida por meio do Google Acadêmico, com consulta a publicações disponíveis até novembro de 2025. Utilizaram-se palavras-chave relacionadas ao tema, como “Circular 3978”, “COE Coaf”, “PLD Brasil”, “APEs SBPE”, “responsabilidade regulatória bancos” e “sigilo bancário e lavagem de dinheiro”. Foram priorizados estudos de reconhecida relevância acadêmica, como Jung (2007), Freitas e Silva (2023), Tafuri *et al.* (2025), Cintra (2009) e Estellita (2021), além de trabalhos clássicos sobre a evolução bancária e prudencial no Brasil (Lundberg, 1999; Marcondes, 1978).

A pesquisa documental abrangeu os principais normativos aplicáveis ao tema: Lei 9.613/1998, Circular BCB 3.978/2020 e Carta Circular BCB 4.001/2020.

O método de análise consistiu na triangulação entre literatura, normas e documentos institucionais, conforme recomendado por autores da área de controle interno e PLD (Freitas; Silva, 2023; Estellita, 2021). Esse método permitiu observar o conteúdo normativo e sua aplicabilidade prática, suas restrições operacionais e suas implicações regulatórias.

Por tratar-se de artigo teórico, não houve coleta de dados primários ou análises estatísticas. A construção argumentativa baseia-se na interpretação sistemática de fontes secundárias e padrões normativos, buscando compreender a coerência entre intenção regulatória e viabilidade operacional.

A partir desse enquadramento metodológico, passa-se à análise crítica das implicações práticas e regulatórias da aplicação dessas normas às Associações de Poupança e Empréstimo.

5 Discussão

A aplicação do arcabouço normativo de PLD às instituições integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) apresenta desafios particulares para a Pouplex, cuja natureza jurídico-institucional difere das instituições financeiras tradicionais. Como APE, a Associação não possui agências bancárias, caixas, tesouraria física ou CNPJs vinculados à realização de operações com numerário, o que cria um descompasso entre as exigências regulamentares tradicionais e sua capacidade operacional real. Esse cenário torna especialmente complexa a execução das obrigações previstas nos arts. 49 e 52 da Circular 3.978/2020, que pressupõem a existência de ambientes físicos de atendimento e manipulação de espécie.

O primeiro grande desafio decorre da própria dependência estrutural da Pouplex em relação ao Banco conveniado. Pelo convênio vigente, o Banco é o agente responsável por operacionalizar a Poupança Pouplex, incluindo abertura, movimentação, processamento, monitoramento e guarda de documentos relativos às contas. Isso significa que os eventos que ensejam comunicações compulsórias (operações em espécie) ocorrem exclusivamente sob a estrutura do Banco. Tal característica faz com que a Pouplex responda regulatoriamente por eventos que não presencia, não executa e não controla diretamente.

Outro desafio relevante está no acesso às informações. Para cumprir adequadamente suas obrigações de comunicação ao Coaf, a Pouplex necessitaria de informações completas e tempestivas das operações. Contudo, os registros primários das operações permanecem sob titularidade da instituição responsável pelo atendimento presencial, sujeitos às restrições de acesso previstas no regime de sigilo bancário. Assim, a APE recebe informações consolidadas ou estruturadas segundo critérios internos do Banco, o que dificulta a reconstituição individualizada de eventos específicos que dão origem às comunicações compulsórias.

Além disso, há limitações técnicas impostas pelo próprio SISCOAF, que não admite o envio de comunicações utilizando CNPJs de terceiros. Isso impede que a Pouplex transmita diretamente as COE relativas a operações realizadas nas dependências do conveniado. Apesar de a responsabilidade formal recair sobre a APE, a impossibilidade técnica de envio com CNPJ do local da operação cria uma incongruência entre o dever regulatório e a capacidade operacional da instituição.

Aspecto essencial para compreender a posição regulatória da Pouplex diz respeito à natureza jurídica do produto Poupança Pouplex. Embora o produto seja concebido e pertencente à APE, sua operacionalização é inteiramente realizada pelo banco conveniado, por necessidade legal e estrutural. A gestão compartilhada do produto implica que o conhecimento sobre clientes e operações é igualmente compartilhado, especialmente para fins de avaliação de risco, conforme estabelecem a Resolução BCB 4.557, de 23 de fevereiro de 2017 (gestão integrada de riscos), e a

Circular BCB 3.978/2020 (PLD). Contudo, as atividades estritamente operacionais associadas ao numerário (como recepção, processamento, autenticação, registro e guarda documental) são intrínsecas à instituição bancária conveniada. Assim, entende-se que a responsabilidade da APE se concentra na análise de risco e na governança do produto, enquanto a execução material das operações permanece sob titularidade e controle do banco, situação que reforça a necessidade de compreensão regulatória ajustada às especificidades do arranjo.

Outro ponto de dificuldade envolve o risco concreto de duplicidade de comunicações. Como o banco conveniado já consolida e envia suas próprias COE, qualquer esforço paralelo da Poupex poderia resultar em reporte duplicado ao Coaf sobre as mesmas operações. A múltipla comunicação viola os princípios regulatórios de unicidade e acurácia e compromete a integridade dos dados do sistema de inteligência financeira, gerando ruído estatístico em bases utilizadas para análises estratégicas.

Do ponto de vista temporal, a exigência de comunicação em 24 horas representa outro desafio. Para que a APE pudesse cumprir esse prazo, seria necessário que o banco conveniado fornecesse, quase que imediatamente após a ocorrência, um conjunto de informações detalhadas sobre as operações.

A ausência de estrutura bancária própria também limita a Poupex em termos de monitoramento de risco. A Circular BCB 3.978/2020 demanda que instituições avaliem riscos inerentes aos seus canais de atendimento, processos internos e estrutura física. Entretanto, como a Poupex não detém controle direto sobre o ambiente físico onde ocorrem as transações em espécie, sua capacidade de avaliação, mitigação e controle fica restrita ao que lhe é comunicado pelo agente conveniado.

Esses fatores evidenciam que a Poupex opera em uma situação regulatória atípica, na qual a letra da norma foi construída para instituições bancárias tradicionais, mas passou a ser aplicada também a entidades financeiras não bancárias com estruturas opostamente distintas. Tal constatação reforça a necessidade de avaliação regulatória baseada em proporcionalidade e aderência ao risco, de forma que instituições com modelos operacionais específicos não sejam oneradas por exigências incompatíveis com sua arquitetura institucional.

Do ponto de vista da eficácia do sistema de PLD, a responsabilização de uma APE pelas COE é questionável. O controle regulatório só é efetivo quando aplicado ao ponto onde o risco se materializa e a informação é gerada. Neste caso, o risco operacional com numerário e a capacidade de vigilância estão integralmente no banco conveniado. Ao atribuir a obrigação à APE, a norma não mitiga o risco real; apenas cria uma camada de responsabilização formalista e *downstream*, que não aumenta a capacidade do sistema de detectar ou impedir ilícitos.

Sob o prisma da Teoria Regulatória, essa situação cria o que Ayres e Braithwaite (1992) classificam como *overinclusiveness*, isto é, a atribuição de obrigações a entidades cuja estrutura não suporta o cumprimento adequado da norma. A Teoria *Responsive Regulation* recomenda que exigências sejam calibradas conforme a natureza e a capacidade do regulado, e não aplicadas de maneira uniforme a entidades estruturalmente distintas. Esse ponto é reforçado por Goodhart (1988) e Mishkin (2000), para quem a regulação deve refletir o modelo operacional e os riscos efetivamente assumidos.

No plano internacional, essa lógica de proporcionalidade é igualmente enfatizada. O Comitê de Basileia (BCBS) afirma, nos *Core Principles for Effective Banking Supervision*, que normas devem ser moduladas conforme o porte, risco e características das instituições. Mais recentemente, o BCBS (2019) reforçou que regulação proporcional é essencial para a eficiência e para a coerência do sistema financeiro, sobretudo em ambientes em que coexistem entidades bancárias e não bancárias. A proporcionalidade também constitui elemento central das Recomendações da FATF/Gafi, cujo princípio fundamental (Recomendação 1) determina que controles de PLD sejam aplicados

segundo abordagem baseada em risco e levando em consideração a “viabilidade operacional do sujeito obrigado”.

Sob essa perspectiva, o caso da Poupex sugere incompatibilidade regulatória estrutural: exigir comunicação compulsória de operações em espécie de uma entidade que não pode operar com espécie contradiz princípios basilares de proporcionalidade, viabilidade e aderência ao risco. Além disso, a Poupex, por questões legais, possivelmente não terá acesso aos documentos bancários que materializam as operações.

Outro desafio relevante diz respeito ao risco de duplicidade de comunicações, como analisado anteriormente, a possibilidade de reportes realizados por instituições distintas sobre os mesmos eventos, o que pode reduzir a qualidade informacional e a efetividade da análise de inteligência financeira, como ressaltado por Levi (2012). Seria, portanto, paradoxal exigir que a APE realize comunicações cuja emissão pelo banco já satisfaz a finalidade regulatória.

Além disso, como discutido anteriormente, há limitações técnicas no sistema de reporte que impedem a transmissão de comunicações relativas a unidades operacionais que não integrem a própria estrutura da instituição obrigada. Assim, ainda que a Poupex recebesse informações tempestivas e completas (o que não ocorre), ela não teria meios técnicos para transmitir uma comunicação referente ao CNPJ da agência em que o fato ocorreu, pois o sistema do Coaf bloquearia o envio. Essa limitação tecnológica confirma que a regulação vigente não parece contemplar arranjos institucionais fundamentados em convênios operacionais, uma realidade comum em sistemas financeiros híbridos, mas pouco reconhecida pelo normativo brasileiro.

Essas tensões conduzem a um questionamento central: há proporcionalidade no atual enquadramento regulatório aplicado à Poupex? A resposta, observada sob lentes teóricas e normativas, parece inclinar-se à negativa. Barth, Caprio e Levine (2006) destacam que a proporcionalidade regulatória não é um benefício concedido a entidades menores, mas um requisito de eficiência sistêmica. Normas que exigem comportamentos impossíveis de serem realizados são disfuncionais, geram custos desnecessários, reduzem a credibilidade da supervisão e criam incentivos à insegurança jurídica.

Do ponto de vista institucional, a exigência de COE à Poupex produz uma forma de assimetria regulatória inversa: obrigações mais gravosas são impostas justamente à instituição que, por definição legal, não possui meios para realizá-las. Enquanto isso, a instituição que possui total capacidade operacional (o banco conveniado) cumpre suas obrigações normalmente, sem necessidade de duplicação, incluindo as comunicações de operações em espécie relacionadas à Poupança Poupex. Assim, o foco regulatório desloca-se da efetividade para a formalidade, gerando um arcabouço que mais dificulta do que aprimora o sistema de PLD.

Por fim, a partir da perspectiva da governança regulatória, questiona-se: o marco legal das APEs (Resolução 5.052) e o marco de PLD (Circular 3.978) dialogam suficientemente entre si? Ou produzem exigências normativas contraditórias? A análise sugere uma lacuna de coerência interna, pois uma norma proíbe o manuseio de numerário, enquanto outra exige o reporte de operações que só ocorrem mediante manuseio de numerário. Esse descompasso abre espaço para repensar a regulação aplicada às APEs sob a ótica da proporcionalidade, risco e finalidade, princípios amplamente defendidos pela literatura e pelas recomendações internacionais.

Nesse contexto, é fundamental reconhecer que a Poupança Poupex representa um produto jurídico e institucionalmente vinculado à APE, mas operacionalmente viabilizado por instituição bancária autorizada. Trata-se de uma estrutura híbrida, em que a responsabilidade pelo conhecimento do cliente e pela avaliação de riscos é compartilhada entre as entidades envolvidas, em conformidade com a Resolução BCB 4.557/2017. Essa separação entre titularidade institucional

e execução operacional é elemento relevante para compreender as tensões regulatórias analisadas neste estudo.

Em síntese, os desafios enfrentados pela Pouplex revelam não apenas um problema operacional, mas sobretudo uma questão teórica de coerência regulatória, que desafia os limites da uniformização normativa e reforça a necessidade de revisitar o tratamento normativo conferido às entidades não bancárias inseridas no SBPE. Essa reflexão, longe de ser institucionalmente localizada, insere-se em um debate mais amplo sobre a modernização da supervisão financeira e sobre a importância da proporcionalidade como princípio estruturante da regulação contemporânea.

5.1 Proporcionalidade regulatória em cheque

A literatura sobre supervisão financeira enfatiza que as normas regulatórias, sejam prudenciais ou de conduta (como as de PLD), devem considerar o porte, a complexidade e o risco da instituição regulada (Cintra, 2009; Neves, 2018). Contudo, a realidade das APEs expõe um cenário em que a aplicação uniforme de normas bancárias encontra barreiras operacionais relevantes. A Pouplex, enquanto APE, não possui estrutura de atendimento bancário, não manipula numerário e não detém CNPJs de unidades que realizem saque ou depósito, características que a afastam do modelo de instituição financeira tradicional.

Como o próprio banco já realiza suas comunicações obrigatórias, qualquer iniciativa paralela da Pouplex em replicá-las configuraria o tipo de inconsistência operacional que Jung (2007) e Andrade (2019) já apontavam como prejudicial à acurácia dos sistemas de inteligência financeira.

Assim, observa-se uma situação em que a norma não se ajusta à realidade operacional da entidade obrigada. A aplicação rígida da COE à Pouplex não aumenta a cobertura regulatória da PLD: ao contrário, introduz ruído, aumenta custos operacionais e cria riscos de inconsistência sem ganhos reais para o sistema. Esse descompasso normativo não deve ser compreendido como falha institucional, mas como necessidade de calibragem regulatória proporcional ao risco e ao papel desempenhado pela APE dentro do SBPE.

Conclusão

Este artigo teórico analisou a aplicação das normas de prevenção à lavagem de dinheiro às Associações de Poupança e Empréstimo, utilizando como lente a única APE existente no país: a Pouplex. Demonstrou-se que as exigências impostas pela Circular BCB 3.978/2020 e pela Carta Circular BCB 4.001/2020 foram concebidas para instituições bancárias tradicionais, nas quais operações em espécie são realizadas sob a própria estrutura da instituição, o que não ocorre no modelo operacional das APEs (Marcondes, 1978; Lundberg, 1999).

O estudo evidenciou, com base em literatura e normas legais, que as normas aplicadas às APEs são desproporcionais à sua natureza. Tal situação gera desafios regulatórios que vão desde limitações técnicas do SISCOAF até a impossibilidade de acesso a documentos protegidos por sigilo bancário (Estellita, 2021).

Demonstrou-se também que a aplicação rígida das normas pode gerar multiplicidade de comunicações sobre as mesmas operações e inconsistências informacionais, prejudicando o objetivo do Coaf de obter dados estruturados e confiáveis para sua atuação em inteligência financeira

(Andrade, 2019; Tafuri *et al.*, 2025). A exigência de COE para a Poupex, nessas condições, configura exemplo de descompasso entre intenção regulatória e exequibilidade prática.

O princípio da proporcionalidade regulatória, amplamente referenciado na literatura de política regulatória e supervisão financeira (Cintra, 2009; Neves, 2018), emerge, portanto, como critério essencial para o redesenho de obrigações aplicáveis às APEs. Não se trata de flexibilizar normas, mas de ajustar obrigações a realidades operacionais distintas, de forma a preservar a eficácia da PLD.

Diante da assimetria identificada, este artigo propõe a customização das obrigações para refletir seu risco real e sua arquitetura operacional. Com base no princípio da proporcionalidade, sugere-se que o regulador considere as seguintes adaptações ao marco da Circular 3.978/2020 quando aplicável a Associações de Poupança e Empréstimo:

- Cláusula de delegação ou responsabilidade primária: estabelecer, por meio de ofício circular ou complemento normativo, que a obrigação de comunicação de operações em espécie (COE) relativas à poupança de uma APE seja atribuída primariamente à instituição bancária conveniada, mantendo à APE apenas a responsabilidade de conhecimento do risco reportado. Esta, detentora da infraestrutura, dos registros e do contato direto com o numerário, está na posição ideal para realizar o reporte tempestivo e acurado. A APE manteria obrigações de governança e supervisão do convênio e de atualização do risco do cliente reportado.
- Modelo de comunicação única com identificação híbrida: desenvolver, em cooperação com o Coaf, um procedimento no SISCOAF que permita ao banco conveniado emitir a COE e, em um campo específico, vincular essa operação ao produto Poupança Poupex e ao CNPJ da APE. Isso criaria um registro único e consolidado para a operação, eliminando a duplicidade e fornecendo ao Coaf uma visão mais clara e estruturada dos fluxos financeiros.
- Guia de supervisão com procedimentos equivalentes: o BC poderia emitir um guia de supervisão reconhecendo o modelo operacional das APEs. Neste documento, definiria procedimentos equivalentes para que a APE demonstre seu *compliance* com o espírito da norma de PLD, sem a necessidade de replicar fisicamente as comunicações de operações que não executa.

Tais ajustes, longe de enfraquecer o sistema de PLD, fortalecem-no ao aumentar sua precisão e eficiência, direcionando os recursos de supervisão e inteligência para onde de fato o risco com numerário se materializa. Esta proposta alinha-se às melhores práticas internacionais de *risk-based supervision* e constitui um desdobramento prático da análise teórica aqui desenvolvida.

Como considerações finais, entende-se que o caso Poupex revela uma oportunidade de aprimoramento normativo, permitindo que o regulador considere limites operacionais de entidades não bancárias que, embora integradas ao SBPE, possuem estrutura incompatível com determinadas exigências. O debate apresentado neste trabalho contribui para a reflexão crítica sobre regulação financeira e aponta caminhos para políticas mais eficazes, proporcionais e aderentes ao risco real.

Referências

- ANDRADE, Bárbara Williane Moreira de. Siga o dinheiro: Análise da inteligência financeira no combate à lavagem de dinheiro e às organizações criminosas. **Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Ceará**, 2024. Disponível em: <http://repositorio.ufc.br/handle/riufc/49217>.
- AYRES, Ian; BRAITHWAITE, John. Responsive regulation: Transcending the deregulation debate. **Oxford University Press**, 1992. Disponível em: <https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id>.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Circular BCB 3.978, de 23 de janeiro de 2020**. Dispõe sobre a Política de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e ao Financiamento do Terrorismo e à Proliferação de Armas de Destruição em Massa, 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta Circular BCB 4.001, de 5 de fevereiro de 2020**. Estabelece critérios para comunicação de operações em espécie ao Coaf, 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução BCB 4.557, de 23 de fevereiro de 2017**. Dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e o processo de avaliação de capital dos conglomerados financeiros, 2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução BCB 5.052, de 25 de novembro de 2022**. Dispõe sobre as Associações de Poupança e Empréstimo, 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>.
- BARBOSA, Camila Batist; NUNES, Paulo Cesar Santana. Coibição da lavagem de dinheiro: um olhar à declaração de operações liquidadas com moeda em espécie. **Contabilidade, Atuária, Finanças e Informação – CAFI**, v.2, n.3, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.23925/cafi.v5i2.56283>.
- BARTH, James, Caprio, Gerard & Levine, Ross. Rethinking bank regulation: Till angels govern. **Cambridge University Press**, 2006. Disponível em: https://assets.cambridge.org/97805218/55761/frontmatter/9780521855761_frontmatter.pdf.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS). Proportionality in bank regulation and supervision. **Bank for International Settlements**, 2019. Disponível em: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d523.pdf>.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS). **Core principles for effective banking supervision**. Bank for International Settlements, 2021. Disponível em: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d573.htm>.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS). **Guidance on the application of the Core Principles for Islamic finance**. Bank for International Settlements, 2019. Disponível em: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d351.htm>.
- CINTRA, Marcos Antônio Macedo. As instituições financeiras de fomento e o desenvolvimento econômico: as experiências dos EUA e da China. In **Ensaio sobre economia financeira, Biblioteca Digital BNDES**, Cap.2, 2009. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/1907/2/Ensaio%20sobre%20Economia%20Financeira_2009_P_A.pdf.

ESTELLITA, Heloisa. **Um pretexto para explorar limites à transmissão, distribuição, comunicação, transferência e difusão de dados pessoais pelo Coaf**. São Paulo: Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas – FGV, 2021. Disponível em: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4830890>.

FATF/GAFI. International standards on combating money laundering and the financing of terrorism & proliferation. **The FATF Recommendations**, 2012-2023. Disponível em: <https://www.fatf-gafi.org/en/publications/Fatfrecommendations/Fatf-recommendations.html>.

FREITAS, Milton Augusto; SILVA, Leandra. O profissional contábil diante dos crimes de lavagem de dinheiro. **Revista Eletrônica de Ciências Contábeis**, 12(3), 2023. Disponível em: <https://seer.faccat.br/index.php/contabeis/article/view/2840>.

GEIST, Vitor Henrique. Financiamento habitacional e as opções de taxas de juros, **Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul**, 2008. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/18009>.

GOODHART, Charles Albert Eric. The evolution of central banks. **National Library of Australia**, 1988. Disponível em: <https://nla.gov.au/nla.cat-vn1794958>.

JUNG, Luiz Willibaldo. Lavagem de dinheiro e a responsabilidade do contador. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, 6(19), 89-104, 2007. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/4775/477549007004.pdf>.

LEVI, Michael. Money laundering and its regulation. **The Annals of the American Academy of Political and Social Science**, v.582, 679(1), 45-63, 2012. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/000271620258200113>.

LUNDBERG, Eduardo. Saneamento do sistema financeiro - A experiência brasileira dos últimos 25 anos. **Banco Central do Brasil**, 1999. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/ftp/saneamento.pdf>.

LUNDBERG, Eduardo. Rede de proteção e saneamento do sistema bancário. **Banco Central do Brasil**, 2000. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/ftp/redeprot.pdf>.

MARCONDES, L. F. S. O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo. **CBPE – Centro de Produtividade e Expansão do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo**, 2ª edição, Rio de Janeiro, 1978. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rce/article/view/69992/67521>.

MISHKIN, Frederic. The economics of money, banking and financial markets. **Editora Pearson Addison Wesley**, 2000, 716 páginas.

NEVES, Rubia Carneiro. A caracterização do banco a partir da evolução da legislação brasileira. **Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais**, 2018. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/items/76f169fb-8aa2-4ecc-b61a-8dfc37522183>.

SOUZA, Fábio Augusto Pera. Competição entre cooperativas de crédito e bancos em mercados locais. **Revista Espacios**, 38(29), 2017. Disponível em: <https://www.revistaespacios.com/a17v38n29/17382920.html>.

TAFURI, Leticia Brandão, Costa, Ana Lidia Viana, Lemes, Anna Clara Rodrigues & Brito, Julio Miguel de Oliveira. O papel do Coaf como órgão de controle na prevenção à lavagem de dinheiro. **Revista FOCO**, 2025. Disponível em: <https://doi.org/10.54751/revistafoco.v18n11-088>.

Acordos Internacionais e a Regulação Financeira: limites constitucionais e estratégias jurídicas na atuação do Banco Central do Brasil

DOI: <https://doi.org/10.58766/rpgbcb.v19i2.1253>

Rita Girão Guimarães*

Recebido/Received: 6/11/2025

Aprovado/Approved: 31/3/2026

Introdução. 1 Integração financeira internacional. 2 Regulação financeira internacional. 3 Soberania. 4 Salvaguardas. 5 Procedimento de internalização de tratados internacionais. 5.1 Produção do texto convencional – Negociação. 5.2 Expressão do consentimento e incorporação – Internalização. 6 Solução de controvérsias. 7 Acordos internacionais em serviços financeiros. 7.1 Papel do BC. Conclusão.

Resumo

Este artigo analisa os limites constitucionais e as estratégias jurídicas envolvidas na atuação do Banco Central do Brasil (BC) no contexto da regulação financeira internacional. A partir da crescente integração dos mercados financeiros globais, discute-se a tensão entre soberania nacional e compromissos internacionais, bem como os mecanismos jurídicos que asseguram a compatibilidade entre liberalização comercial e proteção de interesses domésticos. O estudo aborda os acordos internacionais em serviços financeiros e o papel técnico e jurídico do BC na formulação e implementação de compromissos internacionais. Conclui-se que a regulação financeira internacional exige soluções jurídicas flexíveis, que preservem a autonomia regulatória dos Estados e assegurem a estabilidade sistêmica.

Palavras-chave: regulação financeira; soberania; Banco Central do Brasil; acordos internacionais; serviços financeiros; direito internacional público.

* Graduanda em Direito no IESB. Assessora Plena do Banco Central do Brasil, onde atua desde 2000 como auditora. Possui experiência nas áreas de relações internacionais, comunicação estratégica, política monetária e gestão de projetos, com participação técnica em negociações e iniciativas de cooperação internacional. Representou o Banco Central em fóruns como BRICS, G20, OCDE e Mercosul. Graduada em Comunicação Social pela Universidade de Brasília (UnB), possui especializações em Marketing (CEFET/RJ) e Gestão da Comunicação Organizacional (FIA/USP). <https://orcid.org/0009-0008-1814-7058>

International Agreements and Financial Regulation: Constitutional Limits and Legal Strategies in the Role of the Banco Central do Brasil

Abstract

This article analyzes the constitutional limits and legal strategies involved in the role of the Banco Central do Brasil within the framework of international financial regulation. Considering the increasing integration of global financial markets, it discusses the tension between national sovereignty and international commitments, as well as the legal mechanisms that ensure compatibility between trade liberalization and the protection of domestic interests. The study addresses international financial services agreements, and the technical and legal role of the Central Bank in negotiating and implementing international commitments. It concludes that international financial regulation requires flexible legal solutions that preserve regulatory autonomy and ensure systemic stability.

Keywords: financial regulation; sovereignty; Banco Central do Brasil; international agreements; financial services; public international law.

Introdução

A crescente integração dos mercados financeiros internacionais tem transformado profundamente a atuação dos Estados na formulação de políticas econômicas e regulatórias. O BC, como autoridade monetária e reguladora do sistema financeiro nacional, encontra-se no centro dessa dinâmica, sendo chamado a participar de negociações internacionais, implementar compromissos multilaterais e preservar a estabilidade financeira doméstica. Este artigo propõe uma análise jurídica da atuação do BC no contexto da regulação financeira internacional, com foco nos limites constitucionais, nas estratégias jurídicas e na articulação entre os instrumentos legais e infralegais que sustentam essa atuação.

O artigo sustenta a tese de que a autonomia regulatória do Banco Central do Brasil – especialmente em matéria prudencial – depende também de instrumentos jurídicos flexíveis, como salvaguardas e cláusulas de exceção, capazes de compatibilizar compromissos internacionais com os limites constitucionais impostos pelo art. 192 da Constituição Federal, cuja disciplina do Sistema Financeiro Nacional remete à legislação complementar. À luz do marco normativo que estrutura o sistema financeiro, inaugurado pela Lei 4.595/1964 e atualizado pela Lei Complementar 179/2021, defende-se que a internalização por atos infralegais, quando cabível, oferece respostas técnicas céleres em harmonia com esse arcabouço, sem substituir a disciplina legal necessária, atenuando a defasagem entre inovação financeira e procedimento legislativo.

I Integração financeira internacional

A globalização intensificou os fluxos de capitais, investimentos e serviços financeiros, o que resultou em uma integração mundial das economias e dos sistemas financeiros sem precedentes. Além disso, a fragmentação espacial das cadeias produtivas, promovida por empresas transnacionais, favoreceu a integração internacional com inserção nas cadeias globais de valor. Os processos de integração financeira e monetária são impulsionados por essa dinâmica econômica global, que conecta mercados, regulações e políticas econômicas em escala internacional. Impulsionada pelas revoluções dos transportes, das comunicações e da computação, a vasta expansão do comércio internacional nas últimas décadas foi acompanhada por uma grande expansão da diversificação internacional de portfólios e por uma ampliação significativa dos movimentos de capitais.

A intensificação desses fluxos e o aprofundamento da integração econômica e financeira promovem o desenvolvimento econômico por várias vias, incluindo o aumento do benefício relacionado ao fluxo de capital estrangeiro, melhora da alocação do capital doméstico e redução da volatilidade do consumo de bens e serviços. A ação de buscar a integração financeira e monetária internacional é vista como um motor para o crescimento econômico, o emprego e o desenvolvimento. No entanto, trata-se de um desenvolvimento que pode ser desigual, a depender da forma como cada país se insere nas cadeias globais de valor, o que influencia sua capacidade de capturar os benefícios dessa integração. Nesse sentido, os processos de integração financeira e monetária internacional buscam ativamente o aprofundamento, visando a resultados sistêmicos e competitivos, com o aproveitamento de economias de escala, aumento da concorrência, fomento a inovações e consequentemente maior eficiência.

Entretanto, apesar de almejada por seus potenciais benefícios, a integração financeira internacional apresenta problemas e riscos significativos.

Um dos problemas centrais da integração financeira internacional é que as economias capitalistas, especialmente aquelas com um sistema financeiro sofisticado e em contínua evolução, são inerentemente instáveis. Essa instabilidade exige a adoção de instrumentos de contenção e mitigação de riscos, como os *buffers* contracíclicos – reservas de capital que os bancos devem acumular em períodos de bonança para absorver perdas em momentos de crise. No Brasil, o Banco Central incorporou esse instrumento à regulamentação prudencial por meio da Resolução 4.193/2013 e da Circular 3.769/2015, estabelecendo o Adicional Contracíclico de Capital Principal (ACP Contracíclico), ainda que mantido em 0% até o momento.

Também se destacam as medidas macroprudenciais, que visam preservar a estabilidade do sistema financeiro como um todo, atuando sobre riscos sistêmicos e comportamentos pró-cíclicos. Entre 2010 e 2014, o Brasil adotou diversas medidas nesse sentido, como o aumento do compulsório sobre depósitos e a elevação do requerimento de capital para operações de crédito de longo prazo, especialmente no crédito ao consumo, com o objetivo de conter o crescimento excessivo do crédito e evitar bolhas de ativos.

Em alguns casos, recorre-se até ao polêmico mecanismo de *ring-fencing*, que consiste em isolar juridicamente e financeiramente determinadas operações ou entidades dentro de um grupo bancário, com o objetivo de proteger os ativos domésticos de choques externos ou de crises em outras jurisdições. Após a crise financeira de 2008, o Reino Unido implementou o *ring-fencing* por meio de legislação que entrou em vigor em 2019, exigindo que os maiores bancos separassem suas atividades de varejo – como depósitos e pagamentos – das operações de investimento, com o intuito de proteger os serviços bancários essenciais da volatilidade dos mercados financeiros globais.

A interconexão do sistema bancário transmite, de forma rápida e ampla, os choques por meio do sistema financeiro e da economia, podendo causar inflações interativas, bolhas especulativas ou profundas deflações de débitos inter-relacionadas, como ocorreu na crise financeira global de 2008, que teve como causas principais a expansão descontrolada do crédito imobiliário nos Estados Unidos, especialmente no segmento *subprime*, a securitização de ativos de alto risco sem transparência, a alavancagem excessiva das instituições financeiras e a ausência de regulação eficaz sobre derivativos e bancos de investimento. Esses fatores, combinados à confiança exagerada nos modelos de risco e à interconexão dos mercados globais, criaram um ambiente propício ao colapso sistêmico, que se espalhou rapidamente pelo sistema financeiro internacional, gerando recessão, desemprego e a necessidade de intervenção estatal em larga escala.

Essa velocidade de propagação tende à instantaneidade com a adoção dos sistemas de pagamentos em tempo real (*Real-Time Payments – RTPs*), como o Pix no Brasil, que permitem a movimentação de recursos em segundos, 24 horas por dia. A disseminação dos ativos virtuais – como criptomoedas e *stablecoins* – amplia ainda mais essa dinâmica, ao operar em redes descentralizadas e globais, muitas vezes fora do alcance da regulação tradicional, o que pode acelerar a transmissão de choques e aumentar a complexidade da supervisão financeira.

A presença global de *stablecoins* lastreadas em moedas estrangeiras – sobretudo dólares tokenizados – coloca também desafios diretos à soberania monetária, ao criar meios de pagamento privados que podem substituir a moeda nacional em transações cotidianas. Esse fenômeno, que extrapola riscos prudenciais, envolve potenciais limitações à capacidade do Estado de conduzir política monetária, administrar liquidez e manter a função da moeda como unidade de conta e reserva de valor, aproximando-se de formas emergentes de dolarização digital.

2 Regulação financeira internacional

A economia global se move com velocidade e inovação, enquanto o direito precisa acompanhar essa expansão, com respostas jurídicas adaptativas e estratégias institucionais sofisticadas para preservar a segurança jurídica, a soberania regulatória, a proteção ao consumidor e a estabilidade sistêmica financeira.

O fenômeno é marcado por uma assimetria temporal: o econômico é dinâmico e disruptivo; o jurídico é formal e gradual.

Independentemente da regulação, o sistema financeiro é extremamente dinâmico em sua base econômica, na incorporação frequente de novas tecnologias, na evolução das estruturas de mercado e em outros pontos, constituindo-se, para o regulador, em uma espécie de alvo móvel (Banco Central do Brasil, Relatório de Economia Bancária 2017, p. 24)

A dinâmica do mercado financeiro e de capitais é impulsionada por constantes inovações e pelo uso intensivo da tecnologia da informação. A própria definição de uma economia capitalista, com um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução, implica períodos de instabilidade e comportamento turbulento e até mesmo caótico, que são fenômenos endógenos.

Em contraste, o direito, sendo formal e gradual, frequentemente se vê obrigado a tentar se adequar à prática do mercado, que avança por usos e costumes em ritmo mais acelerado.

A teoria geral do Direito foi aprimorada para acompanhar a evolução da matéria, mas, por vezes, parece não se adequar às novas necessidades. Há a irretocável observação de Guerreiro (1986, p. 17) de que:

na matéria de títulos de crédito tanto se procurou edificar uma teoria e uma doutrina geometricamente perfeitas... que inúmeras dificuldades desde logo se puseram diante do jurista, para explicar o desenvolvimento de institutos cambiários que a praxe mercantil como que deformou de sua pureza teórica.

A regulação financeira internacional tem como propósito estabelecer normas e mecanismos de controle que assegurem a solidez, a eficiência e a resiliência do sistema financeiro global. Diante de sua natureza sistêmica – com potencial de amplificação de crises e desequilíbrios –, essa regulação torna-se essencial para mitigar riscos e sustentar o desenvolvimento econômico de forma duradoura.

A regulação financeira internacional articula-se em dois níveis normativos: o legal, composto por leis formais que estabelecem os fundamentos jurídicos da atuação estatal; e o infralegal, formado por normas, resoluções e circulares que permitem maior agilidade e adaptabilidade frente às transformações do mercado. Essa estrutura normativa flexível é essencial para que o BC possa responder com celeridade às inovações financeiras, mantendo a coerência com o ordenamento jurídico e a segurança regulatória.

O sistema financeiro, por sua complexidade e interdependência, é suscetível a instabilidades e comportamentos caóticos. A regulação busca conter impulsos endógenos que geram incoerências e vulnerabilidades. Reformas como o arcabouço de Basileia III visam aprimorar a capacidade dos bancos de absorver choques financeiros e econômicos, reduzindo o risco de contágio para a economia real. A abordagem macroprudencial introduzida pelas reformas considera os riscos acumulados em todo o sistema bancário e sua amplificação ao longo do tempo, exigindo maior capital de bancos sistemicamente importantes.

Entretanto, cabe o adendo de que, a despeito da difusão do arcabouço de Basileia e dos padrões FSB, subsistem controvérsias relevantes: parte da literatura sustenta que tais padrões refletem prioridades das economias centrais e podem impor custos desproporcionais a países emergentes, que enfrentam estruturas financeiras distintas e desafios de supervisão assimétricos. Nesse sentido, mais do que aderir de forma acrítica a padrões globais, é fundamental participar ativamente de sua formulação, de modo a garantir que as especificidades do mercado doméstico sejam consideradas e integradas aos arranjos regulatórios internacionais, preservando espaço para políticas adaptadas ao contexto nacional.

A regulação busca corrigir falhas expostas pela crise, promovendo melhores práticas de gestão de risco e governança corporativa, com o objetivo de reduzir a probabilidade e o impacto de falências bancárias. As Infraestruturas do Mercado Financeiro, por sua relevância sistêmica, devem operar com segurança e eficiência, conforme os Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro, contribuindo para a estabilidade do sistema.

A estabilidade macroeconômica é considerada uma condição essencial para a eficácia da supervisão bancária. Um sistema bancário robusto é fundamental para sustentar o desenvolvimento econômico. A regulação busca proteger economias contra flutuações e crises internacionais.

A confiança no sistema financeiro depende da transparência e da integridade das instituições e práticas de mercado. A crise financeira de 2008 evidenciou a importância da transparência para que os agentes compreendam os riscos envolvidos nas operações bancárias. A regulação de conduta busca corrigir falhas de mercado decorrentes da assimetria de informações entre consumidores

e instituições financeiras, promovendo educação financeira e proteção adequada. Além disso, deve incluir medidas de prevenção à lavagem de dinheiro, ao financiamento do terrorismo e à proliferação de armas de destruição em massa, conforme os padrões estabelecidos pelo Grupo de Ação Financeira (Gafi).

A regulação financeira internacional tem sido moldada por respostas às grandes crises, que revelam vulnerabilidades sistêmicas e impulsionam reformas estruturais. A Grande Depressão de 1929 expôs os limites da teoria econômica tradicional, baseada na austeridade e na crença no equilíbrio automático dos mercados, cuja rigidez contribuiu para o aprofundamento da crise. Em contraposição, economistas como Michal Kalecki e John Maynard Keynes propuseram abordagens inovadoras, defendendo políticas fiscais e monetárias ativas para estimular a demanda agregada e combater o desemprego. Essas ideias influenciaram diretamente a formulação de políticas econômicas mais flexíveis e a criação de instituições multilaterais como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial, concebidos para promover a estabilidade financeira global e o desenvolvimento econômico.

A crise asiática de 1997 revelou os riscos da liberalização financeira sem supervisão adequada, com destaque para a vulnerabilidade a fluxos de capitais voláteis e a fragilidade cambial. A resposta liderada pelo FMI, marcada por pacotes de resgate condicionados a medidas de austeridade, gerou críticas e impulsionou debates sobre a necessidade de maior transparência, regulação preventiva e mecanismos regionais de cooperação financeira.

Já a crise de 2007–2008 evidenciou a interconexão e fragilidade do sistema financeiro global, com destaque para o papel do mercado de crédito *subprime*, da alavancagem excessiva e da insuficiência da regulação sobre instituições não bancárias (*shadow banking*). A resposta internacional incluiu uma ampla reforma regulatória, com destaque para o Acordo de Basileia III, a criação do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB), o fortalecimento da regulação de conduta e a revisão dos padrões das infraestruturas do mercado financeiro por meio dos PFMI – *Principles for Financial Market Infrastructures*. A crise também consolidou a importância da regulação macroprudencial e reacendeu o debate sobre o papel do Estado na estabilização econômica.

3 Soberania

A soberania nacional é definida como o princípio segundo o qual o Estado possui “autoridade suprema sobre seu território e população, sendo juridicamente independente de outros Estados” (Sarlet, 2017, p. 259). Este princípio implica que, formal e materialmente, o ordenamento jurídico nacional é hierarquicamente superior a qualquer norma, acordo ou tratado externo.

No contexto constitucional brasileiro, ela é garantida pelo art. 1º, inciso I, da Constituição Federal, *in verbis*:

Art. 1º A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos:

I – a soberania;

O princípio da soberania nacional deixa claro que não existe verdade jurídica internacional aplicável a todos, bem como não há um tribunal internacional com jurisdição universal e obrigatória para todos os Estados.

A relação entre regulação financeira internacional e soberania nacional é um tema complexo e crucial, marcado pela tensão entre a necessidade de integração e estabilidade global, por um lado, e a preservação da capacidade de atuação e autonomia dos Estados-nação (soberania regulatória), por outro.

A participação em fóruns multilaterais tem o objetivo de fomentar a cooperação técnica no sentido de disseminar melhores práticas normativas internacionais e incorporá-las ao arcabouço regulatório nacional, conforme alinhamento político nacional com as diretrizes estratégicas e compromissos assumidos pelo Estado brasileiro no cenário internacional. Mais do que seguir melhores práticas, o Brasil busca participar ativamente da sua definição, contribuindo para que as especificidades nacionais sejam consideradas na formulação de novos padrões regulatórios. Essa atuação estratégica em fóruns multilaterais reforça a soberania regulatória, permitindo que o país influencie normas internacionais de forma compatível com seus interesses e realidades institucionais.

A atuação dos países, como o Brasil, nas negociações internacionais reflete essa tensão, buscando um equilíbrio que promova os benefícios da integração sem comprometer a estabilidade interna ou a autonomia política.

Cabe refletir que a integração financeira internacional, embora almeje crescimento econômico e eficiência, impõe inevitavelmente restrições à política econômica dos Estados, especialmente aos países devedores. Um corolário da integração financeira é a necessidade de convergência dos objetivos de política econômica dos estados nacionais. Isso se manifesta, por exemplo, na prioridade dada pelos bancos centrais à contenção da inflação em detrimento da busca do pleno emprego.

Se o preço da integração financeira internacional for o fortalecimento de um regime de alto desemprego e baixo crescimento imposto aos países devedores, medidas para o estabelecimento de maior autonomia da política econômica dos estados nacionais podem se tornar necessárias.

Nesse cenário, ganham relevância as cláusulas de exceção em tratados internacionais. Essas disposições permitem que Estados signatários afastem ou flexibilizem a aplicação de determinadas obrigações do tratado, sob circunstâncias específicas e justificadas. Funcionam como válvulas de escape para preservar interesses nacionais legítimos, como segurança, saúde pública, ordem pública, moralidade ou proteção ambiental. São exemplos:

- O *General Agreement on Tariffs and Trade* (GATT – Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio), atualmente incorporado à Organização Mundial do Comércio (OMC), prevê no Artigo XX exceções às regras de liberalização comercial para proteger a saúde humana, animal ou vegetal, preservar recursos naturais e cumprir obrigações internacionais. No âmbito da OMC, o *General Agreement on Trade in Services* (GATS – Acordo Geral sobre Comércio de Serviços) também contempla cláusulas semelhantes, permitindo restrições à liberalização de serviços em situações que envolvam proteção da vida, segurança pública ou cumprimento de normas internacionais.
- O Acordo Mercosul–União Europeia e o Acordo Mercosul–EFTA, firmado com os países da Associação Europeia de Livre Comércio (Suíça, Noruega, Islândia e Liechtenstein), contemplam cláusulas de exceção em áreas como desenvolvimento sustentável, medidas sanitárias e fitossanitárias, serviços públicos e compras governamentais. Disposições que permitem flexibilizações justificadas, reforçando a compatibilidade entre liberalização comercial e proteção de interesses nacionais legítimos.

- Tratados de Direitos Humanos – Podem conter cláusulas de derrogação (como no Pacto de San José da Costa Rica), que autorizam a suspensão temporária de direitos em situações excepcionais, como estado de emergência.
- A OCDE, em seus instrumentos jurídicos e diretrizes para empresas multinacionais, reconhece que os Estados podem invocar exceções relacionadas à segurança nacional, especialmente em contextos de proteção de infraestrutura crítica, soberania digital ou defesa estratégica, desde que compatíveis com os princípios da cooperação internacional e da boa governança.

Essas cláusulas são essenciais para garantir que os tratados sejam viáveis e legítimos, respeitando a diversidade dos sistemas jurídicos e a autonomia dos Estados. A sua utilização estratégica reforça o entendimento de que a soberania nacional não é incompatível com a cooperação internacional, desde que esta seja conduzida com respeito à supremacia constitucional e aos princípios fundamentais do Estado brasileiro.

No sistema brasileiro, os tratados e convenções devem ser celebrados em consonância não só com o procedimento formal descrito na Constituição, mas com respeito ao seu conteúdo material, especialmente em tema de direitos e garantias fundamentais.

A Constituição brasileira está fundada em sistemas regidos pelo princípio da supremacia formal e material da Constituição sobre todo o ordenamento jurídico. O entendimento da supremacia constitucional é que, nas palavras do Ministro Gilmar Mendes:

A Constituição não precisou dizer-se sobreposta aos tratados: a hierarquia está ínsita em preceitos inequívocos seus, como os que submetem a aprovação e a promulgação das convenções ao processo legislativo ditado pela Constituição... e aquele que, em consequência, explicitamente admite o controle da constitucionalidade dos tratados. (RE 466.343, voto do Min. Gilmar Mendes, julgado em 3 de dezembro de 2008)

Cabe observar que, embora a maioria dos tratados tenha *status* de lei ordinária, os tratados de direitos humanos, **aprovados por rito especial** (três quintos dos votos em dois turnos em cada Casa do Congresso, conforme o § 3º do art. 5º), são equivalentes às emendas constitucionais. Entretanto, se aprovados por rito ordinário, foram dotados, pelo STF, do *status* de **supralegalidade**. Isso significa que eles são hierarquicamente inferiores à Constituição, mas superiores à legislação infraconstitucional (lei ordinária).

Já os tratados de investimento e serviço financeiro têm natureza comum e, após promulgados, integram o ordenamento jurídico nacional com *status* de lei ordinária. Consequentemente, tratados não podem versar sobre matéria posta sob reserva constitucional de lei complementar. A regulação da estrutura do sistema financeiro nacional, por exemplo, não pode ser objeto de acordos internacionais, pois exige lei complementar, de acordo com o art. 192 da Constituição Federal.

4 Salvaguardas

O conceito de salvaguardas tem se consolidado como um instrumento jurídico e político essencial nos acordos internacionais, especialmente no campo do comércio e dos serviços. Trata-se de um termo abrangente que engloba mecanismos, cláusulas, exceções e restrições que os Estados ou blocos econômicos adotam para proteger seus interesses nacionais, preservar a

soberania regulatória, garantir a estabilidade econômica e resguardar setores sensíveis diante dos compromissos assumidos em processos de liberalização.

Nos acordos de comércio internacional, o termo é utilizado de forma explícita para designar instrumentos de proteção contra liberalização excessiva ou desequilíbrios comerciais. O GATS, por exemplo, prevê no Artigo X a possibilidade de adoção de medidas emergenciais de salvaguarda, baseadas no princípio da não discriminação.

Acordos bilaterais como Mercosul-EFTA incorporam cláusulas específicas de salvaguardas bilaterais, destinadas a prevenir ou reparar prejuízos graves decorrentes do aumento de importações preferenciais. Além disso, reafirmam o direito das partes de recorrer às salvaguardas globais previstas pela OMC e autorizam a adoção de medidas provisórias em situações críticas, quando a demora na resposta poderia causar danos irreparáveis.

No setor financeiro, as salvaguardas assumem papel estratégico na proteção da capacidade regulatória do Estado. O *Prudential Carve-Out* (PCO), presente no Anexo sobre Serviços Financeiros do GATS, é uma cláusula que assegura aos países o direito de adotar medidas prudenciais para proteger investidores, garantir a integridade do sistema financeiro e preservar a estabilidade econômica. O GATS também prevê salvaguardas econômicas específicas, como a possibilidade de adoção de restrições ao comércio de serviços para proteger o Balanço de Pagamentos em caso de dificuldades financeiras externas.

Além disso, o conceito de salvaguarda se estende à proteção de direitos fundamentais, como o sigilo fiscal e bancário, e à preservação de políticas públicas em compras governamentais, como saúde, segurança alimentar e apoio a microempresas.

Em anexos setoriais, como o de telecomunicações no Protocolo Mercosul-Chile, são previstas salvaguardas da concorrência para impedir práticas anticompetitivas por parte de provedores dominantes. Essas cláusulas visam garantir um ambiente de mercado justo e equilibrado, especialmente em setores com alta concentração econômica.

As reservas, também chamadas de limitações ou qualificações, são formas explícitas de salvaguarda, pois delimitam o alcance das obrigações assumidas por um país. Nos acordos de serviços, como o GATS e o Protocolo ACE 35, os compromissos são válidos apenas para os setores inscritos nas listas nacionais, e sujeitos às condições ali indicadas.

No setor financeiro, o Brasil defende a inclusão de cláusulas que garantam o direito de impor medidas cautelares com base em legislação atual ou futura. As reservas também permitem a exclusão de setores estratégicos, como defesa, saúde, educação e mineração.

O princípio da Nação Mais Favorecida (NMF), previsto no Artigo II do GATS, exige que um país conceda a todos os membros o tratamento mais favorável dado a qualquer outro. No entanto, o próprio acordo prevê mecanismos de salvaguarda que permitem exceções temporárias ou permanentes a essa obrigação.

O Anexo II do GATS permite que um país mantenha medidas incompatíveis com o NMF, desde que listadas e justificadas. Além disso, o acordo contempla exceções gerais (Artigo XIV), como medidas necessárias para proteger a moral pública ou a saúde, e exceções de segurança (Artigo XIV), que autorizam ações voltadas à proteção dos interesses essenciais do Estado. Em situações de crise, o Artigo XII permite restrições ao comércio de serviços para proteger o Balanço de Pagamentos, funcionando como uma salvaguarda econômica emergencial.

O termo salvaguardas sintetiza um conjunto de instrumentos jurídicos que permitem aos Estados preservar sua autonomia regulatória, proteger setores estratégicos, resguardar direitos fundamentais e reagir a desequilíbrios econômicos. Em um cenário de crescente integração internacional, esses mecanismos são essenciais para garantir que a liberalização comercial não

comprometa a capacidade dos países de governar com responsabilidade, proteger seus cidadãos e manter a estabilidade interna.

Um caso que exemplifica é o do GATS: “Modo 1” vs. “Modo 2”. No âmbito do GATS/OMC, o Modo 1 (comércio transfronteiriço) corresponde à prestação de um serviço do território de uma Parte ao território de outra pela via remota, enquanto o Modo 2 (consumo no exterior) ocorre quando o consumidor se desloca ao território do prestador – modo que, historicamente, recebeu poucas restrições nas listas de compromissos por ter sido concebido sobretudo para o turismo, e não para serviços financeiros digitais. Em rodadas recentes, alguns atores em foros de comércio já buscaram capturar operações financeiras *online* como Modo 2, explorando essa leniência para reduzir exigências de autorização local e supervisão prudencial. Para mitigar evasão regulatória e preservar a soberania regulatória, os reguladores do Mercosul (SGT4) consolidaram a posição de qualificar transações eletrônicas exclusivamente como Modo 1, com redação expressa a inserir nos acordos – “a prestação de serviço financeiro por meios eletrônicos, incluída a Internet, será interpretada exclusivamente como Modo 1 do GATS” – mantendo os serviços sujeitos à legislação e à autorização da autoridade competente no território de destino. Essa orientação consta das Novas Bases para Negociação de Serviços Financeiros no Mercosul, oficializadas pelo GMC na Ata 04/2012.

5 Procedimento de internalização de tratados internacionais

O processo de celebração, internalização e negociação de tratados e convenções internacionais é um tema central no Direito Internacional Público e é regido por etapas formais que garantem a soberania dos Estados.

O processo pode ser dividido em duas grandes etapas: a **Negociação**, que trata da produção do texto convencional, e a **Internalização**, que engloba a expressão do consentimento e incorporação ao direito interno.

5.1 Produção do texto convencional – Negociação

A negociação é a fase prévia à assinatura do tratado, destinada a definir o conteúdo do texto convencional.

A negociação internacional é um instrumento essencial da diplomacia contemporânea, especialmente na formulação de tratados que regulam relações entre Estados, organizações internacionais e atores transnacionais. Ela pode se manifestar por meio de negociações bilaterais, negociações coletivas e culminar na estruturação de tratados internacionais, cada qual com características, métodos e finalidades distintas.

A produção do texto convencional se inicia com a definição da competência negocial. No plano internacional, essa competência é atribuída:

- aos **chefes de estado e de governo**;
- aos **plenipotenciários** – que são representantes diplomáticos que recebem plenos poderes para negociar, assinar ou ratificar tratados e acordos internacionais em nome de um Estado ou governo;
- às **delegações nacionais** – a equipe ou o grupo de representantes designados por um Estado para participar das negociações internacionais.

No contexto mais amplo das negociações, como na área de regulação financeira, as delegações nacionais são compostas por especialistas técnicos, como os do BC, que fornecem subsídio técnico aos negociadores para garantir que o acordo final esteja alinhado com o *status quo* regulatório e preserve a soberania e a estabilidade interna do país.

A negociação bilateral ocorre entre duas partes – geralmente Estados ou instituições – e segue um roteiro específico, pautado por protocolos diplomáticos e objetivos concretos. Um método tradicional nesse tipo de negociação é a troca de notas diplomáticas, que consiste na comunicação formal entre as partes por meio de documentos escritos, com valor jurídico, que registram os termos acordados. Essa abordagem é comum em acordos técnicos, cooperação regulatória e tratados de facilitação de investimentos, como os Acordos de Cooperação e Facilitação de Investimentos (ACFI) firmados pelo Brasil com países como México e Angola.

Por sua vez, a negociação coletiva envolve múltiplos atores – Estados, blocos regionais, organizações internacionais – e se desenvolve em fóruns multilaterais, como a Organização das Nações Unidas (ONU), a Organização Mundial do Comércio (OMC) ou conferências ambientais como a COP. Essa modalidade exige maior capacidade de articulação, pois busca consensos entre interesses diversos. O processo inclui etapas como consultas públicas, formação de grupos técnicos, redação de textos-base e aprovação por consenso ou votação. Um exemplo emblemático é o Acordo de Paris sobre o Clima (2015), que envolveu 195 países e resultou em compromissos voluntários para mitigação das mudanças climáticas.

Tanto a negociação bilateral quanto a coletiva visam à construção de um tratado internacional, que é o instrumento jurídico final que formaliza os compromissos assumidos. A estruturação de tratados segue etapas formais: negociação, redação do texto, assinatura pelos representantes autorizados, ratificação pelos órgãos competentes de cada país e entrada em vigor. Os tratados podem abranger temas como comércio, meio ambiente, segurança, regulação financeira e direitos humanos.

No caso brasileiro, a negociação de tratados de livre comércio é realizada exclusivamente no âmbito do Mercosul, devido à natureza de união aduaneira do bloco, que exige negociações conjuntas. No entanto, o Brasil pode firmar acordos bilaterais não tarifários, como memorandos de entendimento e parcerias técnicas e científicas, que não envolvem liberalização comercial ampla e, portanto, não violam as regras do Mercosul.

5.2 Expressão do consentimento e incorporação – Internalização

Uma vez produzido o texto convencional, o processo segue para a manifestação do consentimento do Estado em se vincular internacionalmente e, posteriormente, a incorporação da norma ao direito interno.

A expressão do consentimento de um Estado em se vincular a um tratado pode ocorrer de várias formas:

- Assinatura: ato formal que finaliza a negociação do texto;
- Intercâmbio Instrumental: troca dos instrumentos (documentos) que formalizam o acordo;
- Ratificação: ato formal do Estado (geralmente o Chefe de Estado) que confirma o tratado no plano internacional.

A ratificação de tratados internacionais apresenta características fundamentais, como a definição da competência para sua realização, geralmente atribuída ao chefe de Estado ou ao Parlamento, conforme o ordenamento jurídico de cada país. Trata-se de um ato discricionário, pois o Estado

pode optar por não ratificar o tratado, mesmo após sua assinatura. Além disso, a ratificação é marcada pela irretratabilidade, uma vez que, após manifestado o consentimento definitivo, sua retirada não pode ocorrer de forma unilateral ou simplificada, salvo nos casos previstos pelo próprio tratado ou pelo direito internacional.

Nas palavras de Rezek (2025, 52): “Ratificação é o ato unilateral com que a pessoa jurídica de direito internacional, signatária de um tratado, exprime definitivamente, no plano internacional, sua vontade de obrigar-se”.

No caso brasileiro, o consentimento para vinculação internacional segue regras constitucionais específicas. Excetuando-se situações particulares envolvendo acordos executivos, que podem ser firmados diretamente pelo Poder Executivo – seja como desdobramento de tratados já vigentes ou como expressão da diplomacia ordinária –, a regra geral exige que o Congresso Nacional aprove o tratado por meio de Decreto Legislativo, conforme previsto no artigo 49, inciso I, da Constituição Federal. Somente após essa aprovação é que o Presidente da República pode proceder à ratificação formal.

Assim sendo, o procedimento para a incorporação (ou internalização) de tratados internacionais pelo Brasil segue quatro fases:

- Fase da Assinatura (ou Celebração) do Tratado: essa fase é de competência do Presidente da República, que detém o poder de celebrar os atos de direito internacional.
- Fase da Aprovação Congressual (ou do Decreto Legislativo): a convenção internacional, após celebrada, deve ser submetida à aprovação do Congresso Nacional, que resolve definitivamente sobre tratados, acordos ou atos internacionais. Esta aprovação ocorre mediante Decreto Legislativo. A aplicabilidade dos preceitos internacionais somente é possível a partir do momento em que cumpridos os requisitos solenes, sendo a aprovação pelo Parlamento a segunda etapa.
- Fase da Ratificação: após a aprovação pelo Congresso, segue-se a ratificação do tratado pelo Chefe de Estado (Presidente da República). A ratificação é o ato pelo qual o Brasil manifesta seu consentimento definitivo em vincular-se ao tratado no plano internacional.
- Fase do Decreto Presidencial (ou do Decreto de Promulgação): finalmente, o Presidente da República promulga o tratado. A expedição do Decreto de promulgação é o ato que conclui a ratificação. Este decreto presidencial gera três efeitos básicos inerentes no plano do direito positivo interno:
 - a promulgação do tratado internacional;
 - a publicação oficial de seu texto;
 - a executoriedade do ato internacional, que, somente a partir desse momento, passa a vincular e a obrigar no plano do direito positivo interno.

A internalização da norma no ordenamento jurídico brasileiro está diretamente ligada à sua entrada em vigor e à sua promulgação oficial.

Uma vez incorporado, o tratado enfrenta o problema do conflito entre tratado e norma de direito interno. O sistema brasileiro atual reconhece a prevalência dos tratados sobre o direito interno infraconstitucional, a paridade entre o tratado e a lei nacional, a depender do tema e do quórum de aprovação (tratados de direitos humanos aprovados pelo rito do § 3º do art. 5º da Constituição Federal adquirem *status* constitucional).

A Emenda Constitucional 45/2004 introduziu um procedimento especial de aprovação (quórum qualificado) para os tratados e as convenções internacionais sobre direitos humanos.

Para que tais tratados sejam equivalentes às emendas constitucionais (adquirindo, portanto, hierarquia formal e materialmente constitucional), eles devem ser aprovados:

- em cada casa do Congresso Nacional;
- em dois turnos;
- por três quintos dos votos dos respectivos membros.

Caso não sigam esse rito especial, os tratados de direitos humanos já ratificados pelo Brasil, embora não sejam comparáveis a normas constitucionais, possuem, segundo o STF, *status* de norma **supralegal**, situando-se abaixo da Constituição, mas acima da legislação ordinária.

Ressalta-se que os tratados não podem violar a Constituição, especialmente em suas cláusulas pétreas, sendo que o STF admite o controle da constitucionalidade dos tratados. Como decidiu o STF na ADI 1480, “Consequente impossibilidade jurídica de tratado ou convenção internacional atuar como sucedâneo da lei complementar exigida pela Constituição (CF, art. 7º, I)” (Brasil, STF, ADI 1480, 1997).

Ainda segundo o STF, “É na Constituição da República – e não na controvérsia doutrinária que antagoniza monistas e dualistas – que se deve buscar a solução normativa para a questão da incorporação dos atos internacionais ao sistema de direito positivo interno brasileiro” (Brasil, STF, ADI 1480, 1997).

6 Solução de controvérsias

A solução de controvérsias é um elemento essencial para garantir a eficácia e a segurança jurídica dos tratados internacionais. Uma vez que o acordo é internalizado por cada país signatário, ele passa a integrar o ordenamento jurídico nacional de forma autônoma, sujeito às interpretações e procedimentos de cada sistema jurídico. Isso significa que, embora o conteúdo do tratado seja comum, sua aplicação pode variar significativamente entre os países, gerando insegurança jurídica.

Sem um foro único e neutro para resolver disputas decorrentes do acordo, um litigante que se sinta prejudicado pode ser forçado a ingressar com ações judiciais em múltiplas jurisdições, enfrentando:

- **regras processuais distintas**, que afetam prazos, admissibilidade de provas, recursos e formas de execução;
- **interpretações jurídicas divergentes**, já que cada país pode aplicar o tratado conforme sua tradição jurídica, jurisprudência e interesses nacionais;
- **custos elevados e morosidade**, devido à necessidade de contratar advogados locais, traduzir documentos, adaptar estratégias e acompanhar processos simultâneos;
- **risco de decisões contraditórias**, quando tribunais de diferentes países julgam o mesmo conflito de forma divergente, sem um mecanismo supranacional para harmonização.

Além da fragmentação jurisdicional entre diferentes países, é importante destacar que a judicialização de controvérsias decorrentes de tratados internacionais pode ocorrer tanto em cortes internacionais quanto, em certos casos, no judiciário interno de cada Estado. No Brasil, por exemplo, tratados ratificados pelo Congresso Nacional passam a integrar o ordenamento jurídico e podem ser invocados judicialmente por indivíduos ou instituições. Isso significa que, mesmo sem um foro internacional, litigantes podem recorrer ao Judiciário nacional para garantir direitos previstos em tratados, especialmente quando envolvem temas como direitos humanos, proteção ao investimento ou regulação econômica.

Essa possibilidade amplia o risco de decisões contraditórias não apenas entre diferentes países, mas também entre instâncias nacionais e internacionais, caso não haja mecanismos claros de coordenação ou cláusulas de arbitragem previamente pactuadas.

Diante desse cenário, reforça-se a importância de mecanismos de arbitragem internacional como forma de superar a fragmentação jurisdicional. A arbitragem permite que as partes escolham um foro neutro, árbitros especializados e regras comuns, garantindo maior previsibilidade, celeridade e segurança jurídica. Além disso, a arbitragem internacional contribui para a uniformização da interpretação dos tratados, reduzindo os riscos de conflitos normativos e fortalecendo a confiança entre os Estados signatários.

A relevância da arbitragem e de mecanismos supranacionais pode ser observada em sistemas consolidados, como:

- **Organização Mundial do Comércio (OMC):** o Entendimento sobre Solução de Controvérsias (ESD) estabelece um sistema escalonado, com consultas obrigatórias, painéis arbitrais e um Órgão de Apelação. As decisões são vinculantes e há previsão de sanções em caso de descumprimento.
- **Mercosul:** o Protocolo de Olivos regula a solução de controvérsias entre os Estados Partes, prevendo consultas, tribunais arbitrais ad hoc e o Tribunal Permanente de Revisão (TPR), que atua como instância recursal e pode emitir opiniões consultivas.
- **União Europeia:** em acordos como o Acordo de Associação Mercosul–UE, há previsão de mecanismos específicos para disputas sobre comércio, meio ambiente e direitos trabalhistas, com etapas de consultas bilaterais e arbitragem. O objetivo é garantir segurança jurídica e evitar judicialização fragmentada.

Esses modelos demonstram a importância de cláusulas claras e institucionalizadas para a resolução de disputas, especialmente em tratados de livre comércio e cooperação internacional, onde a multiplicidade de interesses e sistemas jurídicos exige soluções técnicas, imparciais e eficazes.

Do ponto de vista institucional, há espaço para que o Brasil reforce, em futuros acordos financeiros, mecanismos específicos de solução de controvérsias Estado-Estado para disputas envolvendo medidas prudenciais, alinhando-se ao desenho do GATS/OMC, no qual os litígios em serviços são processados exclusivamente entre Membros, e não por investidores privados. Nesse regime, o Anexo sobre Serviços Financeiros consagra o *Prudential Carve-Out*, que permite aos países adotar medidas necessárias para proteger investidores, depositantes e a própria integridade e estabilidade do sistema financeiro, mesmo quando tais medidas não se conformem plenamente às obrigações do acordo, desde que não sejam utilizadas como forma de evasão dos compromissos assumidos. Esse arranjo confere maior segurança regulatória ao permitir que temas prudenciais – dotados de forte conteúdo técnico e de impacto sistêmico – permaneçam sob apreciação de autoridades estatais e não de tribunais arbitrais investidor-Estado, cuja lógica é distinta da preservação da estabilidade financeira.

7 Acordos internacionais em serviços financeiros

Existem diversos tipos de acordos internacionais que tratam de serviços financeiros. Mas podemos classificá-los em multilaterais, regionais e bilaterais, como veremos a seguir.

Acordos multilaterais são firmados entre múltiplos países no âmbito de organizações internacionais, como a Organização Mundial do Comércio (OMC). O principal exemplo é o GATS, que entrou em vigor em 1995, com o objetivo de estabelecer regras internacionais para o

comércio de serviços, incluindo os financeiros. Todos os membros da OMC são partes do GATS, que tem como princípios: igualdade de tratamento entre prestadores de serviços de diferentes países (Tratamento da Nação Mais Favorecida-NMF); não discriminação entre serviços nacionais e estrangeiros; e transparência e previsibilidade regulatória. No caso de serviços financeiros, estes são regulados por anexos específicos, com salvaguardas para estabilidade financeira.

Acordos Regionais são celebrados entre blocos econômicos, como o Mercosul e a União Europeia (UE) e Mercosul e a Associação Europeia de Livre Comércio (EFTA). Esses acordos podem incluir capítulos específicos sobre serviços financeiros. O Acordo Mercosul–EFTA foi assinado em setembro de 2025, com texto em inglês, e ainda passará por tradução e pelos procedimentos de ratificação. Ele cria uma zona de livre comércio com cerca de 290 milhões de pessoas e PIB agregado de mais de US\$4,3 trilhões, incluindo compromissos sobre serviços financeiros, investimentos, propriedade intelectual e desenvolvimento sustentável. Já o Acordo Mercosul–União Europeia, cuja assinatura está prevista para ocorrer após a conclusão da revisão legal e da tradução para os idiomas oficiais, prevê a criação de uma das maiores áreas de livre comércio do mundo, abrangendo cerca de 780 milhões de pessoas e um PIB combinado superior a US\$22 trilhões, incluindo serviços financeiros e investimentos.

Já os acordos bilaterais são firmados entre dois países, geralmente com foco técnico e regulatório. Um exemplo são os Acordos de Cooperação e Facilitação de Investimentos (ACFI), celebrados pelo Brasil com países como México, Angola e Moçambique. Eles têm o objetivo de facilitar investimentos e cooperação regulatória. Suas características são a troca de informações técnicas, salvaguardas regulatórias, mecanismos de solução de controvérsias e preservação da autonomia regulatória dos Estados.

7.1 Papel do BC

O BC desempenha um papel estratégico e multifacetado na regulação e nas negociações internacionais, especialmente em temas financeiros, monetários e de investimento. Sua atuação técnica busca compatibilizar a autonomia institucional e a estabilidade do sistema financeiro nacional com os compromissos assumidos no plano internacional. Essa atuação está em consonância com a missão institucional do BC 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” (Banco Central do Brasil, 2021). Além disso, está alinhada aos objetivos legais definidos pela Lei Complementar 179/2021 (Brasil, 2021):

Art. 1º O Banco Central do Brasil tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços. Parágrafo único. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, o Banco Central do Brasil também tem por objetivos: zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro; suavizar as flutuações do nível de atividade econômica; fomentar o pleno emprego.

Em fóruns multilaterais – como o Comitê de Basileia, o G20, o FMI e a Organização Mundial do Comércio (OMC) –, o BC participa ativamente da formulação de normas e boas práticas internacionais. No âmbito da OMC, acompanha as discussões sobre o GATS, com especial atenção aos compromissos relacionados ao setor financeiro.

No âmbito da formulação, negociação e implementação de acordos internacionais em serviços financeiros, o BC atua por meio de delegações técnicas que subsidiam negociações bilaterais,

regionais e multilaterais, em articulação com o Ministério das Relações Exteriores (MRE), que detém a competência legal, de acordo com o art. 44, incisos IV e IX, da Lei 14.600/2023. Essa atuação visa garantir que os compromissos internacionais estejam alinhados ao arcabouço regulatório nacional e aos objetivos de estabilidade financeira e soberania regulatória.

No contexto dos Acordos de Cooperação e Facilitação de Investimentos (ACFI), o BC contribui com expertise técnica para assegurar que os dispositivos acordados respeitem a autonomia normativa do país e promovam a transparência e a previsibilidade regulatória.

Além disso, o Banco Central participa de negociações no âmbito de acordos regionais, como o celebrado entre o Mercosul e a EFTA, que incluem capítulos específicos sobre serviços financeiros e cooperação regulatória. Essa atuação institucional é formalizada por instrumentos como a **Resolução BCB 345/2023**, que estabelece diretrizes para a Política de Negociações Internacionais (PNI), reforçando o papel do Banco Central como agente técnico e estratégico na defesa dos interesses nacionais em matéria de regulação financeira internacional.

A regulação financeira brasileira busca compatibilizar os compromissos internacionais com a preservação da capacidade regulatória do Estado. Um exemplo emblemático é a defesa da cláusula de *Prudential Carve-Out* (PCO), presente no Anexo sobre Serviços Financeiros do GATS, que garante aos países o direito de adotar medidas prudenciais para proteger investidores, assegurar a integridade do sistema financeiro e responder a crises econômicas.

Essa cláusula é fundamental para que o BC possa exercer sua função reguladora sem ser limitado por obrigações de liberalização excessiva. Além disso, o Brasil tem buscado incluir em seus acordos internacionais textos que reafirmem o direito de impor restrições e medidas cautelares com base na legislação vigente ou futura, assegurando flexibilidade regulatória diante de cenários de instabilidade ou inovação financeira.

Em síntese, o BC consolida sua posição como guardião da estabilidade financeira nacional, exercendo papel técnico e estratégico nas negociações internacionais. Sua atuação busca equilibrar os compromissos multilaterais com a preservação da autonomia regulatória, assegurando que o Brasil mantenha instrumentos eficazes de supervisão e resposta a riscos sistêmicos, mesmo diante de um cenário global dinâmico e desafiador.

Na prática, o BC atua como primeiro filtro de compatibilidade entre compromissos internacionais e a Constituição, avaliando não apenas matérias sujeitas à reserva de lei complementar – como aquelas relacionadas à estrutura e ao funcionamento do Sistema Financeiro Nacional –, mas também outros limites constitucionais relevantes, tais como a soberania regulatória, a competência privativa da União para legislar sobre moeda, crédito e instituições financeiras, e a supremacia da Constituição sobre atos internacionais. Esse papel técnico impede que negociações internacionais assumam compromissos que extrapolem a competência normativa do país ou que ingressem em domínios reservados ao processo legislativo ordinário ou complementar, preservando a arquitetura jurídica do Sistema Financeiro Nacional e garantindo que a atuação internacional do Estado se mantenha compatível com o ordenamento constitucional.

Conclusão

A regulação financeira internacional impõe desafios jurídicos complexos aos Estados, especialmente no que se refere à compatibilização entre compromissos internacionais e a preservação da soberania regulatória. Conclui-se que a eficácia da atuação internacional do BC depende de três vetores complementares: (i) salvaguardas robustas que preservem o espaço regulatório prudencial; (ii) mecanismos eficientes de internalização infralegal para acompanhar a velocidade das inovações financeiras; e (iii) participação estratégica e vigilante em fóruns multilaterais para influenciar a formação de padrões internacionais de modo compatível com a Constituição – não apenas quanto a matérias sujeitas à reserva de lei complementar, mas também no que tange à soberania regulatória, às competências federativas e à supremacia constitucional. Em reforço, a Resolução BCB 345/2023 – que institui a Política de Negociações Internacionais do Banco Central – orienta a atuação técnica e coordenada do BC na interlocução externa, buscando incorporar especificidades nacionais aos *standards* internacionais e prevenir compromissos que reduzam indevidamente o espaço de regulação doméstica. A combinação desses elementos permite que o Brasil exerça soberania regulatória ativa, e não meramente defensiva, contribuindo para uma integração financeira internacional alinhada ao interesse público, à estabilidade sistêmica e à segurança jurídica.

Referências

- AHMED, Rashad; ALDASORO, Iñaki. **Stablecoins and safe asset prices**. BIS Working Papers, n. 1270, 28 maio 2025 (rev. fev. 2026). Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work1270.htm>. Acesso em: 28 fev. 2026.
- ALVES, Carlos André de Melo. **A Divulgação da Política de Responsabilidade Socioambiental dos Maiores Bancos no País: análise pautada na regulação brasileira**. In: BUSQUETS, Adriana Consoni *et al.* (Org.). Estudos sobre Regulação Financeira. Brasília: Banco Central do Brasil, 2017. p. 51-78.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Circular 3.547, de 7 de julho de 2011**. Estabelece procedimentos e parâmetros relativos ao Processo Interno de Avaliação da Adequação de Capital (Icaap). Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 8 jul. 2011. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2011/pdf/circ_3547_v2_L.pdf. Acesso em: 22 out. 2025.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Circular 3.769, de 29 de outubro de 2015**. Estabelece a metodologia de apuração da parcela Adicional Contracíclico de Capital Principal (ACPCContracíclico), de que trata a Resolução 4.193, de 1º de março de 2013. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 4 nov. 2015. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50099/Circ_3769_v3_P.pdf. Acesso em: 22 out. 2025.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Organismos financeiros internacionais. In: **Relatório Anual 1997**. Brasília: BCB, 1997. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual97/rel97-6p.pdf>. Acesso em: 22 out. 2025.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Quem somos**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/rig21-quemsomos>. Acesso em: 18 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária 2017**. Brasília: BC, 2017. p. 24. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REB_2017.pdf. Acesso em: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução BCB 345, de 4 de outubro de 2023**. Institui a Política de Negociações Internacionais do Banco Central do Brasil. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 5 out. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=345>. Acesso em: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução 3.517, de 6 de dezembro de 2007**. Dispõe sobre a informação e a divulgação do custo efetivo total (CET) nas operações de crédito e de arrendamento mercantil financeiro contratadas ou ofertadas a pessoas físicas. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 10 dez. 2007. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2007/pdf/res_3517_v1_o.pdf. Acesso em: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução 3.988, de 30 de junho de 2011**. Dispõe sobre a implementação de estrutura de gerenciamento de capital. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 1 jul. 2011. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2011/pdf/res_3988_v1_O.pdf. Acesso em: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução 4.193, de 1º de março de 2013**. Dispõe sobre apuração dos requerimentos mínimos de Patrimônio de Referência (PR), de Nível I e de Capital Principal e institui o Adicional de Capital Principal. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 5 mar. 2013. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2013/pdf/res_4193_v1_O.pdf. Acesso em: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução 4.198, de 15 de março de 2013**. Dispõe sobre o Valor Efetivo Total (VET) nas operações de câmbio com clientes. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 18 mar. 2013. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2013/pdf/res_4198_v1_O.pdf. Acesso em: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução 4.327, de 25 de abril de 2014**. Dispõe sobre as diretrizes que devem ser observadas na Política de Responsabilidade Socioambiental (PRSA). *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*, Poder Executivo, Brasília, DF, 10 jan. 2015. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2014/pdf/res_4327_v1_O.pdf. Acesso em: 22 out. 2025.

BANK OF ENGLAND. **Ring-fencing**. Londres, 2019. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/key-initiatives/ring-fencing>. Acesso em: 22 out. 2025.

BIS. **Stablecoin growth – policy challenges and approaches**. BIS Bulletin, n. 108, 11 jul. 2025. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bisbull108.htm>. Acesso em: 28 fev. 2026.

BIS. **Tracing the footprint of cryptoisation in emerging market economies**. BIS Quarterly Review, mar. 2022. Disponível em: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2203w.htm. Acesso em: 28 fev. 2026.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei Complementar 179, de 10 de fevereiro de 2021**. Define os objetivos e o estatuto jurídico do Banco Central do Brasil. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*, Poder Executivo, Brasília, DF, 11 fev. 2021.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei 10.214, de 27 de março de 2001**. Dispõe sobre o registro e o depósito centralizado de ativos financeiros. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 mar. 2001.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei 14.286, de 29 de dezembro de 2021**. Dispõe sobre o mercado de câmbio brasileiro, o capital estrangeiro no País, a prestação de informações ao Banco Central do Brasil. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 30 dez. 2021.

BRASIL. Ministério das Relações Exteriores. **Perguntas e respostas sobre o Acordo de Parceria Mercosul–União Europeia**. Disponível em: <https://www.gov.br/mrees/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/declaracoes/perguntas-e-respostas-acordo-de-parceria-mercosul-uniao-europeia>. Acesso em: 23 out. 2025.

BRASIL. Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços. **Acordo de Livre Comércio entre o Mercosul e a EFTA**. Brasília: MDIC, 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/siscomex/pt-br/acordos-comerciais/arquivos/or-efta-mercosur-main-agreement.pdf>. Acesso em: 22 out. 2025.

BRASIL. Presidência da República. **Decreto 7.030, de 14 de dezembro de 2009**. Promulga a Convenção de Viena sobre o Direito dos Tratados, concluída em Viena, em 23 de maio de 1969. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 15 dez. 2009.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) 1.480-3 DF (Medida Cautelar)**. Relator: Min. Celso de Mello. Publicado no DJ, 18 maio 2001.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Coletânea Temática de Jurisprudência: Controle de Constitucionalidade**. Brasília: STF, Secretaria de Documentação, 2019. Disponível em: http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/publicacaoPublicacaoTematica/anexo/CTJ_Controlde_Constitucionalidade.pdf. Acesso em: 22 out. 2025.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário (RE) 466.343/SP**. Relator: Min. Cezar Peluso. Redator para o acórdão: Min. Gilmar Mendes. Julgamento: 3 de dezembro de 2008.

BUSQUETS, Adriana Consoni et al. (Org.). **Estudos sobre Regulação Financeira**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2017.

CARICILLI, Giuliana Resende. **O outro lado da globalização financeira e o papel das instituições internacionais: a crise asiática de 1997**. Campinas: PUC-Campinas, 2022. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Relações Internacionais). Disponível em: https://repositorio.sis.puc-campinas.edu.br/bitstream/handle/123456789/16936/cea_ri_tcc_caricilli_gr.pdf. Acesso em: 22 out. 2025.

CHAINALYSIS. 2024 LATAM **Crypto Adoption: The Rise of Stablecoins**. Chainalysis. Disponível em: <https://www.chainalysis.com/blog/2024-latin-america-crypto-adoption/>. Acesso em: 22 out. 2025.

Comissão Europeia. **Acordo Geral sobre o Comércio de Serviços (GATS)**. Disponível em: <https://trade.ec.europa.eu/access-to-markets/pt/content/acordo-geral-sobre-o-comercio-de-servicos-gats>. Acesso em: 22 out. 2025.

D'HULSTER, Katia; ÖTKER-ROBE, Inci. Ring-fencing cross-border banks: an effective supervisory response? **Journal of Banking Regulation**, v. 16, p. 169–187, 2015. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1057/jbr.2014.4>. Acesso em: 22 out. 2025.

EICHENGREEN, Barry; VISWANATHNATRAJ, Ganesh. **Stablecoins and Central Bank Digital Currencies: Policy and Regulatory Challenges**. Asian Economic Papers, 2022. Versão de trabalho disponível em: <https://arxiv.org/abs/2202.07564> e <https://wrap.warwick.ac.uk/id/eprint/163986/1/WRAP-Stablecoins-and-Central-Bank-Digital-Currencies-Viswanath-Natraj-2022.pdf>. Acesso em: 28 fev. 2026.

EUROPEAN COMMISSION. **Markets in Crypto-assets Regulation (MiCA)**. Bruxelas, 2023. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/markets-crypto-assets-regulation-mica>. Acesso em: 22 out. 2025. [esma.europa.eu]

EVANS, Trevor. Cinco explicações para a crise financeira internacional. In: SCHERRER, Christoph; OVERWIEN, Bernd; DÜRMEIER, Thomas (org.). **Perspectivas sobre a crise financeira**. Verlag Barbara Budrich, 2011. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/bitstreams/6a08170b-e511-4f5d-88f7-699bf72e55d5/download>. Acesso em: 22 out. 2025.

FERREIRA, Gustavo Henrique. A Grande Depressão e a ascensão do pensamento keynesiano: uma análise crítica da resposta econômica à crise de 1929. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 39, n. 2, p. 312–330, abr./jun. 2019. Disponível em: <https://www.academia.edu/143338292>. Acesso em: 22 out. 2025.

GOVERNO FEDERAL. **Mercosul e EFTA assinam acordo de livre comércio para ampliar exportações entre os dois blocos**. Disponível em: <https://www.gov.br/planalto/pt-br/acompanhe-o-planalto/noticias/2025/09/mercopol-e-efta-assinam-acordo-de-livre-comercio-para-ampliar-exportacoes-entre-os-dois-blocos>. Acesso em: 23 out. 2025.

IMF–FSB. **IMF–FSB Synthesis Paper: Policies for CryptoAssets**. 7 set. 2023. Disponível em: <https://www.fsb.org/uploads/R070923-1.pdf>. Acesso em: 28 fev. 2026.

INESC – Instituto de Estudos Socioeconômicos. MINEIRO, Adhemar S. **Análise da cláusula ambiental nos acordos de livre comércio entre Mercosul e União Europeia e Mercosul e EFTA**. Brasília: INESC, 2021. Disponível em: https://inesc.org.br/wp-content/uploads/2021/04/Acordos-de-Livre-Comercio-Inter-Regionais_FINAL.pdf. Acesso em: 22 out. 2025.

IPEA. Acordo Geral sobre o Comércio de Serviços. In: **Desenvolvimento Humano e Comércio Internacional**. Brasília: IPEA, 2003. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/bitstreams/a928863e-7f3d-4ef7-ad9c-4725c7ae175c/download>. Acesso em: 23 out. 2025.

MATSCHULAT, Leonardo. **A aplicação das exceções gerais do artigo XX do GATT em matéria ambiental: o desenvolvimento da jurisprudência do sistema de solução de controvérsias da OMC e os desafios presentes**. Curitiba: Universidade Federal do Paraná, 2024. Disponível em: <https://hdl.handle.net/1884/95786>. Acesso em: 22 out. 2025.

MERCOSUL. **Acordo de Livre Comércio Mercosul–EFTA: Declaração Conjunta**. Disponível em: <https://www.mercosur.int/pt-br/acordo-de-livre-comercio-mercopol-efta-declaracao-conjunta/>. Acesso em: 23 out. 2025.

MERCOSUL. Grupo Mercado Comum. **MERCOSUL/GMC/ATA 04/2012. Novas Bases para Negociação de Serviços Financeiros no Mercosul** (item e Anexo XI – MERCOSUL/XC GMC/DI43/12). Disponível em: <https://documentos.mercosur.int/?lang=pt>. Acesso em: 24 fev. 2026.

MUNCHEN, Douglas da Rosa. Nova Restrição de Capital sob Basileia III: determinantes da razão de alavancagem no Brasil. In: BUSQUETS, Adriana Consoni *et al.* (Org.). **Estudos sobre Regulação Financeira**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2017. p. 79-108.

ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL DO TRABALHO. **Convenção 158 sobre a rescisão do contrato de trabalho por iniciativa do empregador**, adotada em Genebra em 22 de junho de 1982. Disponível em: https://normlex.ilo.org/dyn/nrmlx_en/f?p=NORMLEXPUB:12100:0::NO::P12100_ILO_CODE:C158. Acesso em: 23 out. 2025.

PONTES, Rúbia Marcussi; MATTOS, Olívia Bullio. **A crise de 2008 e a arquitetura financeira internacional**: propostas de regulação do G-20 e seus desafios. *Análise Econômica*, Porto Alegre, v. 37, n. 74, p. 183-202, set. 2019. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/download/78868/54429>. Acesso em: 22 out. 2025.

REZEK, Francisco. **Direito Internacional Público**: Curso Elementar. 20. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2025.

SARLET, Ingo Wolfgang; MARINONI, Luiz Guilherme; MITIDIERO, Daniel. **Curso de Direito Constitucional**. 14. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2025.

SILVA NETO, Orlando Celso da. **Liberalização comercial na OMC e exceções legítimas de políticas públicas**. 2005. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: <https://repositorio.usp.br/item/001469606>. Acesso em: 22 out. 2025.

STATISTA. **Crypto market – statistics & facts**. Statista, 25 mar. 2025. Disponível em: <https://www.statista.com/topics/4495/cryptocurrencies/>. Acesso em: 22 out. 2025.

UNCTAD. **Manual para as negociações comerciais sobre serviços**. Genebra: Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento, 2020. Disponível em: https://unctad.org/system/files/official-document/ditctncdmisc2020d2_pt.pdf. Acesso em: 23 out. 2025.

Universidade Federal do Rio de Janeiro. **Os ativos digitais no sistema de classificação internacional**. Rio de Janeiro: Faculdade Nacional de Direito, 2023. Disponível em: <https://www.pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/22901/1/AVRMirandaFilho-min.pdf>. Acesso em: 23 out. 2025.

International Agreements and Financial Regulation: constitutional limits and legal strategies in the Role of the Banco Central do Brasil

DOI: <https://doi.org/10.58766/rpgbcb.v19i2.1253>

Rita Girão Guimarães*

Recebido/Received: 6/11/2025

Aprovado/Approved: 31/3/2026

Introduction. 1 International financial integration. 2 International financial regulation. 3 Sovereignty. 4 Safeguards. 5 Procedure for the internalization of international treaties. 5.1 Production of the treaty text – Negotiation. 5.2 Expression of Consent and Incorporation – Internalization. 6 Dispute settlement. 7 International agreements on financial services. 7.1 The role of the Banco Central do Brasil. Conclusion.

Abstract

This article analyzes the constitutional limits and legal strategies involved in the role of the Banco Central do Brasil within the context of international financial regulation. Drawing on the increasing integration of global financial markets, it examines the tension between national sovereignty and international commitments, as well as the legal mechanisms that ensure compatibility between trade liberalization and the protection of domestic interests. The study addresses international financial services agreements and the technical and legal role of the Central Bank in formulating and implementing international commitments. It concludes that international financial regulation requires flexible legal solutions that preserve the regulatory autonomy of States and ensure their systemic stability.

Key words: *financial regulation; sovereignty; Banco Central do Brasil; international agreements; financial services; public international law.*

* Law student at IESB. Senior Advisor at the Banco Central do Brasil, where she has worked as an auditor since 2000. She has experience in international relations, strategic communication, investment policy, and project management, with technical participation in negotiations and international cooperation initiatives. She represented the Central Bank in forums such as BRICS, G20, OECD, and Mercosur. Graduated in Social Communication from the University of Brasília (UnB) and specializations in Marketing (CEFET/RJ) and Organizational Communication Management (FIA/USP). <https://orcid.org/0009-0008-1814-7058>

Introduction

The growing integration of international financial markets has profoundly transformed the role of States in formulating economic and regulatory policies. The Banco Central do Brasil, as the monetary authority and regulator of the national financial system, stands at the center of this dynamic, being called upon to participate in international negotiations, implement multilateral commitments, and preserve domestic financial stability. This article proposes a legal analysis of the role of the Banco Central do Brasil within the context of international financial regulation, focusing on constitutional limits, legal strategies, and the articulation between legal and regulatory instruments that support its actions.

The article argues that the regulatory autonomy of the Banco Central do Brasil, particularly in prudential matters, also depends on flexible legal instruments, such as safeguards and exception clauses, which make it possible to reconcile international commitments with the constitutional limits imposed by Article 192 of the Federal Constitution, which entrusts the regulation of the National Financial System to supplementary legislation. In light of the normative framework established by Law No. 4,595/1964 and updated by Complementary Law No. 179/2021, it is argued that internalization through regulatory acts, when appropriate, provides swift and technically adequate responses consistent with this framework, without replacing the statutory discipline required. This reduces the gap between rapid financial innovation and the slower legislative process.

1 International financial integration

Globalization has intensified capital flows, investments, and financial services, resulting in unprecedented global integration of economies and financial systems. Additionally, the spatial fragmentation of production chains – driven by multinational enterprises – has promoted international integration through participation in global value chains. Financial and monetary integration processes are propelled by this global economic dynamic, which connects markets, regulations, and economic policies on an international scale. Fueled by revolutions in transportation, communications, and computing, the significant expansion of international trade in recent decades has been accompanied by growth in cross-border portfolio diversification and a substantial increase in capital movements.

The intensification of these flows and the deepening of economic and financial integration foster economic development through several channels, including the increased benefits associated with foreign capital inflows, improved allocation of domestic capital, and reduced volatility in the consumption of goods and services. International financial and monetary integration is viewed as a driver of economic growth, employment, and development. However, this development may be uneven, depending on how each country positions itself within global value chains, which affects its ability to capture the benefits of integration. For this reason, financial and monetary integration processes actively seek deeper convergence, aiming for systemic and competitive outcomes through economies of scale, increased competition, innovation, and enhanced efficiency.

Nevertheless, despite the potential benefits, international financial integration poses significant problems and risks.

One major issue is that capitalist economies, particularly those with sophisticated and continuously evolving financial systems, are inherently unstable. This instability requires the adoption of containment and risk-mitigation instruments, such as countercyclical buffers: capital reserves that banks must accumulate during periods of prosperity to absorb losses during crises. In Brazil, the Banco Central do Brasil incorporated this instrument into prudential regulation through Resolution No. 4,193/2013 and Circular No. 3,769/2015, establishing the Additional Countercyclical Capital Buffer (ACPB), which remains at 0% to date.

Macroprudential measures designed to preserve the stability of the financial system as a whole, by addressing systemic risks and procyclical behaviors, also stand out. Between 2010 and 2014, Brazil adopted several such measures, including increased reserve requirements and higher capital requirements for long-term credit operations, particularly consumer credit, to curb excessive credit growth and prevent asset bubbles.

In some cases, regulators resort to the controversial mechanism of ring-fencing, which consists of legally and financially isolating certain operations or entities within a banking group to protect domestic assets from external shocks or crises in other jurisdictions. After the 2008 financial crisis, the United Kingdom implemented ring-fencing through legislation that took effect in 2019, requiring major banks to separate retail activities, such as deposits and payments, from investment operations to insulate essential banking services from the volatility of global financial markets.

Because of interconnected banking systems, shocks are transmitted rapidly and broadly throughout the financial system and the economy, potentially causing interactive inflations, speculative bubbles, or severe debt-deflation spirals. This was the case during the 2008 global financial crisis, whose main causes included the uncontrolled expansion of mortgage credit in the United States, particularly in the subprime segment, the securitization of high-risk assets with little transparency, excessive leverage by financial institutions, and inadequate regulation of derivatives and investment banks. These factors, combined with overreliance on risk models and the interconnection of global markets, created an environment conducive to systemic collapse, which quickly spread across the international financial system, producing recession, unemployment, and the need for large-scale governmental intervention.

This speed of propagation tends toward immediacy with the adoption of real-time payment systems (RTPs), such as Pix in Brazil, which allow funds to be transferred within seconds, 24 hours a day. The spread of virtual assets, such as cryptocurrencies and stablecoins, further amplifies this dynamic, since they operate on decentralized and global networks often outside the reach of traditional regulation, potentially accelerating the transmission of shocks and increasing supervisory complexity.

The global presence of stablecoins backed by foreign currencies, especially tokenized U.S. dollars, also poses direct challenges to monetary sovereignty by creating private means of payment that may replace the national currency in everyday transactions. This phenomenon, which goes beyond prudential concerns, may limit the State's ability to conduct monetary policy, manage liquidity, and maintain the currency's role as a unit of account and store of value, approaching emerging forms of digital dollarization.

2 International financial regulation

The global economy moves with speed and innovation, while the law must keep pace with this expansion through adaptive legal responses and sophisticated institutional strategies aimed at preserving legal certainty, regulatory sovereignty, consumer protection, and financial systemic stability.

This phenomenon is marked by a temporal asymmetry: the economic sphere is dynamic and disruptive, whereas the legal sphere is formal and gradual.

As highlighted in the Relatório de Economia Bancária 2017, p.24 of the Banco Central do Brasil, the financial system is extremely dynamic in its economic foundations, in the continuous incorporation of new technologies, in the evolution of market structures, and in other aspects, creating, for the regulator, a kind of “moving target”.

The dynamics of financial and capital markets are driven by constant innovation and intensive use of information technology. The very definition of a capitalist economy with a sophisticated, complex, and continuously evolving financial system implies periods of instability and turbulent, even chaotic, behavior, which are endogenous phenomena.

In contrast, the law, being formal and gradual, often finds itself forced to adjust to market practices that advance at a much faster pace, shaped by custom and commercial usage.

The general legal theory has been refined to keep pace with developments in this field; however, it often proves insufficient to address new realities. Guerreiro's classic observation (1986, p. 17) remains accurate:

In the field of credit instruments, so much effort was devoted to building a geometrically perfect theory and doctrine... that countless difficulties immediately arose for jurists trying to explain the development of negotiable-instrument institutions that commercial practice had distorted away from their theoretical purity.

International financial regulation aims to establish norms and control mechanisms that ensure the soundness, efficiency, and resilience of the global financial system. Given its systemic nature, with the potential to amplify crises and imbalances, such regulation is essential to mitigate risks and sustain economic development over time.

Financial regulation operates on two normative levels: the Legal (statutory) made up of formal laws that provide the legal basis for State action and the Delegated legislation (regulatory) composed of resolutions, circulars, and rules that allow greater agility and adaptability in response to market change.

This flexible regulatory structure is essential for the Banco Central do Brasil to respond quickly to financial innovations while maintaining legal coherence and regulatory certainty.

Because of its complexity and interdependence, the financial system is susceptible to instability and chaotic behavior. Regulation seeks to contain endogenous forces that generate inconsistency and vulnerability. Reforms such as the Basel III framework aim to strengthen banks' capacity to absorb financial and economic shocks, reducing the risk of contagion to the real economy. The macroprudential approach introduced by these reforms considers system-wide risks that accumulate over time, requiring higher capital from systemically important banks.

However, despite the widespread adoption of the Basel framework and Financial Stability Board (FSB) standards, significant controversies remain. Part of the literature argues that these standards reflect the priorities of advanced economies and may impose disproportionate costs on emerging markets, which face different financial structures and supervisory challenges. For this reason, rather than adhering uncritically to global standards, countries such as Brazil must actively participate in their formulation to ensure that domestic specificities are taken into account. This helps preserve regulatory space for policies adapted to national contexts.

Financial regulation seeks to correct vulnerabilities exposed by crises through promoting improved risk-management practices and corporate governance, with the goal of reducing the likelihood and impact of bank failures. Financial market infrastructures, due to their systemic relevance, must operate with security and efficiency in accordance with the Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI), contributing to system stability.

Macroeconomic stability is considered essential for effective banking supervision, and a sound banking system is fundamental for sustained economic development. Regulation thus seeks to shield economies from international volatility and crises.

Confidence in the financial system depends on transparency and the integrity of institutions and market practices. The 2008 crisis underscored the importance of transparency in enabling market participants to understand risks associated with banking operations. The regulation of conduct aims to remedy market failures caused by information asymmetries between consumers and financial institutions, promoting financial education and adequate consumer protection. It must also include measures to prevent money laundering, the financing of terrorism and the financing of the proliferation of weapons of mass destruction, in accordance with standards set by the Financial Action Task Force (FATF).

International financial regulation has been shaped by responses to major crises that reveal systemic vulnerabilities driving structural reforms. The Great Depression, in 1929, exposed the limits of traditional economic theory, which relied on austerity and the belief in automatic market equilibrium. In contrast, economists such as Michal Kalecki and John Maynard Keynes advocated active fiscal and monetary policies to stimulate aggregate demand and combat unemployment. These ideas influenced the creation of multilateral institutions such as the International Monetary Fund (IMF) and the World Bank.

The Asian financial crisis in 1997 revealed risks associated with rapid financial liberalization without adequate supervision, including vulnerability to volatile capital flows and exchange-rate fragility. Policy responses, notably IMF-led rescue packages conditioned on austerity, triggered debate over transparency, preventive regulation, and regional cooperation mechanisms.

Moreover, the 2007–2008 global financial crisis revealed the interconnectedness and fragility of the global financial system, underscoring the roles of subprime mortgage markets, excessive leverage, and insufficient regulation of non-bank institutions (shadow banking). The international response included extensive regulatory reforms such as Basel III, the creation of the Financial Stability Board (FSB), strengthened conduct regulation, and revised standards for financial market infrastructures (PFMI). The crisis also reinforced the importance of macroprudential regulation and renewed debate on the role of the State in economic stabilization.

3 Sovereignty

National sovereignty is defined as the principle according to which the State possesses “supreme authority over its territory and population, being legally independent from other States” (SARLET, 2017, p. 259). This principle implies that, both formally and materially, the national legal order is hierarchically superior to any external norm, agreement, or treaty.

In the Brazilian constitutional context, sovereignty is guaranteed by Article 1, item I, of the Federal Constitution:

Art. 1. The Federative Republic of Brazil, formed by the indivisible union of the States, Municipalities, and the Federal District, constitutes a Democratic State governed by the rule of law and is founded on:
I – sovereignty.

The principle of national sovereignty makes clear that there is no universal international legal truth applicable to all, nor is there an international court with universal and mandatory jurisdiction over all States.

The relationship between international financial regulation and national sovereignty is complex and crucial, marked by tension between, on one hand, the need for global integration and systemic stability, and, on the other, the preservation of States’ capacity for autonomous action (regulatory sovereignty).

Participation in multilateral forums aims to foster technical cooperation in disseminating international regulatory best practices and incorporating them into the domestic regulatory framework, consistent with Brazil's strategic alignment and the international commitments assumed by the Brazilian State. More than merely following best practices, Brazil seeks to participate actively in their formulation, ensuring that domestic specificities are taken into account in developing international regulatory standards. This strategic participation in multilateral forums strengthens regulatory sovereignty by enabling the country to shape international norms in a manner consistent with national interests and institutional realities.

The conduct of States such as Brazil in international negotiations reflects this tension, as they seek a balance that promotes the benefits of integration without compromising internal stability or political autonomy.

It is important to recognize that international financial integration, although pursued for economic growth and efficiency, inevitably imposes constraints on States' economic policy, especially in debtor countries. One corollary of such integration is the need for convergence among national macroeconomic policy objectives. This is reflected, for example, in the priority that central banks worldwide often attribute to controlling inflation, sometimes at the expense of the pursuit of full employment.

If the price of international financial integration is the reinforcement of a regime of high unemployment and low growth imposed on debtor nations, measures to strengthen the autonomy of national economic policy may become necessary.

In this context, exception clauses in international treaties gain relevance. These provisions allow signatory States to exclude or relax the application of certain treaty obligations under specific and justified circumstances. They operate as "escape valves" that safeguard legitimate national interests such as security, public health, public order, morality, and environmental protection. Examples include:

- **GATT (General Agreement on Tariffs and Trade)**
Its Article XX provides exceptions to liberalization rules to protect human, animal, or plant health, preserve natural resources, or comply with international obligations. Similarly, the **GATS (General Agreement on Trade in Services)** contains exceptions allowing restrictions for public safety, health protection, or compliance with domestic regulations.
- **Mercosur–European Union Agreement and the Mercosur–EFTA Agreement**
Both include exception clauses concerning sustainable development, sanitary and phytosanitary measures, public services, and government procurement – permitting justified regulatory flexibility while ensuring coherence with liberalization commitments.
- **Human Rights Treaties**
Some include derogation clauses (e.g., the American Convention on Human Rights /Pact of San José), authorizing temporary suspension of rights under exceptional circumstances such as states of emergency.
- **OECD Instruments**
OECD legal instruments and guidelines for multinational enterprises recognize that States may invoke national security exceptions, especially in the context of critical infrastructure, digital sovereignty, or strategic defense, provided that such measures are consistent with principles of international cooperation and good governance.

These clauses are essential to ensure that treaties remain viable and legitimate by respecting diverse legal systems and preserving State autonomy. Their strategic use reinforces the understanding that national sovereignty is not incompatible with international cooperation, so long as such cooperation respects constitutional supremacy and Brazil's fundamental principles.

Within the Brazilian system, treaties and conventions must be concluded not only in accordance with the Constitution's formal procedures but also with respect to its material limits, especially regarding fundamental rights and guarantees.

The Brazilian legal order is governed by the principle of the formal and material supremacy of the Constitution. As the Supreme Court Judge Gilmar Mendes states:

The Constitution did not need to declare itself superior to treaties; its supremacy is implicit in unequivocal provisions, such as those subjecting the approval and promulgation of conventions to the legislative process dictated by the Constitution... and that, consequently, explicitly admit constitutional review of treaties. (RE 466.343, vote of Judge Gilmar Mendes, Dec. 3, 2008)

Although most treaties have the status of ordinary law, human rights treaties approved under the special constitutional procedure (three-fifths of votes in two rounds in each house of Congress, per Article 5 §3) attain constitutional status. If approved by the ordinary procedure, however, the Supreme Federal Court (STF) has assigned them “*supralegal*” status – meaning superior to ordinary legislation but inferior to the Constitution.

By contrast, investment and financial-services treaties have ordinary-law status and cannot regulate matters reserved for supplementary law. In this regard, the structure of the National Financial System cannot be modified by international agreements because Article 192 of the Constitution requires a supplementary law for such matters.

4 Safeguards

The concept of safeguards has become an essential legal and political instrument in international agreements, especially in the fields of trade and services. It is a broad term encompassing mechanisms, clauses, exceptions, and restrictions adopted by States or economic blocs to protect national interests, preserve regulatory sovereignty, ensure economic stability, and shield sensitive sectors when entering into liberalization commitments.

In international trade agreements, the term is explicitly used to describe protective instruments against excessive liberalization or harmful trade imbalances. For example, Article X of the General Agreement on Trade in Services (GATS) allows the adoption of emergency safeguard measures based on the principle of non-discrimination.

Bilateral agreements, such as MERCOSUR–EFTA, incorporate specific bilateral safeguard clauses designed to prevent or remedy serious loss resulting from surges in preferential imports. They also reaffirm the right of parties to invoke global safeguards under the WTO and authorize the adoption of provisional measures in critical circumstances where delays could cause irreparable harm.

In the financial sector, safeguards play a strategic role in protecting the State's regulatory capacity. The Prudential Carve-Out (PCO), included in the GATS Annex on Financial Services, ensures that countries retain the right to adopt prudential measures to protect investors and depositors, maintain the integrity of the financial system, and safeguard economic stability. GATS also provides specific economic safeguards, including the possibility of restricting trade in services to protect the balance of payments during external financial difficulties.

The concept of safeguards also extends to the protection of fundamental rights, such as banking and tax secrecy, and to preserving public-policy autonomy in areas like government procurement, public health, food security, and support for micro-enterprises.

In sector-specific annexes – for example, the telecommunications annex in the MERCOSUR–Chile Protocol – safeguards are included to prevent anticompetitive practices by dominant providers. These provisions aim to ensure a fair and balanced market environment, particularly in sectors characterized by high levels of economic concentration.

Reservations, also called limitations or qualifications, are explicit forms of safeguards because they define the scope of obligations a country is willing to assume. In agreements on services – such as the GATS and MERCOSUR's ACE Protocol 35 – commitments apply only to the sectors listed in each country's schedule and are subject to conditions listed therein.

In financial services, Brazil has consistently advocated for clauses guaranteeing the right to impose precautionary measures based on existing or future legislation. Reservations also allow the exclusion of strategic sectors such as defense, health, education, and mining from international commitments.

The Most-Favored Nation (MFN) principle under GATS (Article II) requires a country to extend to all WTO members the most favorable treatment granted to any one of them. However, the agreement itself contains safeguard mechanisms that allow permanent or temporary MFN exemptions. The GATS Annex II allows countries to maintain measures incompatible with MFN obligations so long as they are listed and justified. GATS also provides: General exceptions (Article XIV), which are measures necessary to protect public morals or health; and Security exceptions (Article XIV bis), measures taken to protect essential security interests. In crisis situations, Article XII allows restrictions on trade in services to address external financial crises to protect the balance-of-payments, acting like an economic emergency safeguard.

Thus, safeguards represent a cluster of legal instruments allowing States to preserve regulatory autonomy, protect strategic sectors, safeguard fundamental rights, and respond to economic imbalances. In the context of increasing international integration, these mechanisms are essential to ensure that trade liberalization does not compromise the State's capacity to govern responsibly, protect its population, and maintain internal stability.

An example that uses the mechanism is the “Electronic Commerce of Financial Services (GATS) – Mode 1 vs. Mode 2”. Under the GATS/WTO, in Mode 1 (cross-border commerce) the service is supplied from the territory of one Member into the territory of another remotely; while in Mode 2 (consumption abroad): the consumer/client travels to the provider's territory. Mode 2 historically received few restrictions because it was conceived for tourism services – not for digital financial services. Recently, some negotiators in international trade forums have attempted to classify online financial operations as Mode 2 to reduce requirements related to domestic authorization and prudential supervision.

To prevent regulatory circumvention and preserve regulatory sovereignty, MERCOSUR financial regulators (SGT-4) consolidated the position that electronic financial transactions must be understood exclusively as Mode 1, accompanied by explicit treaty language: “The supply of a financial service by electronic means, including the Internet, shall be interpreted exclusively as Mode 1 under the GATS.” This ensures that such services remain subject to the laws and authorization requirements of the destination country. The rule appears in the New Bases for Negotiating Financial Services in MERCOSUR, formalized in GMC Minutes No. 04/2012.

5 Procedure for the internalization of international treaties

The process of concluding, internalizing, and negotiating international treaties and conventions is a central topic in Public International Law and is governed by formal steps designed to safeguard State sovereignty. This process can be divided into two major phases: **negotiation**, which concerns the production of the treaty text, and **internalization**, which encompasses the expression of consent and incorporation into domestic law.

5.1 Production of the treaty text – Negotiation

Negotiation is the phase preceding the signing of the treaty and is dedicated to defining the content of the instrument. It is a fundamental tool of contemporary diplomacy, particularly in drafting treaties that regulate relations among States, international organizations, and transnational actors. Negotiations may occur: bilaterally, collectively, or within multilateral forums, ultimately culminating in formally structured treaty instruments.

The production of the treaty text begins with the definition of the negotiating authority, attributed internationally to:

- **Heads of State and Government**,
- **Plenipotentiaries**, who hold full powers to negotiate, sign, or ratify international instruments on behalf of a State, and
- **National Delegations**, a group of representatives designated by a State to participate in international negotiations.

In broader negotiations, such as those related to financial regulation, national delegations include technical experts, such as representatives of the Banco Central do Brasil, who provide technical support to negotiators to ensure that the final agreement aligns with the domestic regulatory framework and preserves national stability and sovereignty.

Bilateral Negotiations are conducted between two parties and follow diplomatic protocols with clearly defined objectives. A traditional method in this context is the exchange of diplomatic notes, a formal written communication method frequently used in technical agreements, regulatory cooperation, and investment facilitation treaties – such as Brazil's Cooperation and Facilitation Investment Agreements (ACFIs) with Mexico and Angola.

Collective or Multilateral Negotiations involve multiple actors – States, regional blocs, or international organizations – and occur in forums such as the United Nations (UN), the World Trade Organization (WTO), or global environmental conferences like the Conference of the Parties (COP). This modality requires greater coordination and seeks broad consensus among diverse interests. Processes typically involve public consultations, technical working groups, drafting base texts, and adoption by consensus or vote. A prominent example is the Paris Agreement on Climate Change (2015), negotiated by 195 countries and resulting in voluntary commitments to mitigate climate change.

Both bilateral and multilateral negotiations culminate in an international treaty, a final formal legal instrument that formalizes the terms agreed upon. The structure of treaties follow formal steps: negotiation, drafting, signing by the authorized representatives, ratification by the competent bodies from each country, and its entry into force. The treaties can concern themes such as commerce, environment, security, financial regulation or human rights.

Because Mercosur is a customs union, Brazil negotiates free trade agreements only jointly within the bloc. Nevertheless, Brazil may still enter into bilateral non-tariff agreements, namely memoranda of understanding and technical or scientific cooperation instruments – which do not involve broad commercial liberalization, in order not to violate Mercosur's negotiating coherence.

5.2 Expression of Consent and Incorporation – Internalization

Once the treaty text is produced, the process advances to the step in which the State expresses its consent to be bound internationally, followed by incorporation into domestic law.

A State may express consent in this process through:

1. Signature, the formal act which concludes the negotiation of the text.
2. Exchange of Instruments, the exchange of documents formalizing the agreement.
3. Ratification, a formal act – generally of the Head of State – confirming the treaty internationally.

The ratification of international treaties presents fundamental characteristics, namely the definition of competence, generally attributed to the Head of State or Parliament, depending on the legal structure in each country. It is a Discretionary act since, even after signing, a State may choose not to ratify. Besides that, ratification is a definitive act, once expressed, withdrawal cannot occur unilaterally unless the treaty itself or international law allows for it.

According to Rezek (2025, p. 52): “Ratification is the unilateral act by which the international legal person, signatory to a treaty, definitively expresses, at the international level, its intention to be bound.”

In Brazil, consent for international binding is expressed according to specific constitutional rules, with the exception of certain executive agreements which may be concluded directly by the Executive Branch in specific situations, as part of existing treaties already in effect or as part of ordinary diplomacy. The general rule, as stated under article 49, (I), of the Constitution. Only after this approval can the President proceed to formally ratify it.

The process to internalize international treaties unfolds in four distinct phases:

1. Signature (Celebration): Performed by the President of the Republic, who has constitutional competence to conclude international acts.
2. Congressional Approval (Legislative Decree): The agreement is submitted to the National Congress, which must approve it through a Decreto Legislativo under Article 49(I) of the Constitution. International rules become domestically applicable only after this step.
3. Ratification: Once approved by Congress, the President ratifies the treaty – the act that confirms definitive international consent.
4. Presidential Decree of Promulgation

After ratification, a presidential Decree of Promulgation is issued. The decree is the act that concludes the ratification. This presidential decree entails three fundamental effects within the framework of domestic positive law, which are:

- The promulgation of the treaty,
- The official publishing of it, and
- The domestic enforceability, incorporating it into Brazil's legal system.

The treaty then becomes part of the domestic legal system upon entry into force and promulgation.

Once incorporated, the treaty faces the issue of conflicts between the treaty and domestic law. The current Brazilian system recognizes the prevalence of treaties over sub-constitutional domestic law, as well as parity between treaties and national legislation, depending on the subject matter and the quorum required for approval (human rights treaties approved under the procedure of Article 5, §3 of the Federal Constitution acquire constitutional status).

Constitutional Amendment No. 45/2004 introduced a special approval procedure (a qualified quorum) for international treaties and conventions on human rights. For such treaties to be equivalent to constitutional amendments, thereby acquiring both formal and material constitutional status, they must be approved:

- In each house of the National Congress.
- In two rounds of voting.
- By three-fifths of the votes of their respective members.

If they do not follow this special procedure, human rights treaties already ratified by Brazil, although not comparable to constitutional norms, hold, according to the Federal Supreme Court (STF), a “supralegal” status, standing below the Constitution but above ordinary legislation.”

It is worth noticing that treaties cannot override constitutional provisions, especially constitutional entrenchment clauses (*cláusulas pétreas*). The Federal Supreme Court (STF) expressly recognizes the constitutionality review of treaties, as seen in BRASIL, STF, ADI 1480, 1997.

Moreover, according to the STF: “It is legally impossible for a treaty or international convention to serve as a substitute for a supplementary law required by the Constitution.” (STF, ADI 1480, 1997).

6 Dispute settlement

Dispute settlement is an essential element for ensuring the effectiveness and legal certainty of international treaties. Once an agreement is internalized by each signatory country, it becomes part of the domestic legal order in an autonomous manner, subject to each system’s interpretations and procedures. This means that although the treaty’s text is common to all parties, its application may vary significantly across jurisdictions, generating legal uncertainty.

Without a single, neutral forum to resolve disputes arising from the agreement, a party claiming injury may be forced to initiate legal action in multiple jurisdictions, facing:

- **Different procedural rules**, affecting deadlines, admissibility of evidence, appeals, and enforcement;
- **Divergent judicial interpretations**, as each State may apply the treaty in light of its own legal tradition, case law, and national interests;
- **High litigation costs and delays**, due to the need to hire local counsel, translate documents, and manage simultaneous proceedings;
- **Risk of contradictory decisions**, when courts in different countries rule differently on the same issue without a supranational mechanism for harmonization.

In addition to fragmentation across national courts, it is important to note that disputes arising under international treaties may also be brought before international courts or, in some cases, domestic courts. In Brazil, for example, once ratified and incorporated, treaties may serve as the basis for claims filed by individuals or institutions before domestic courts. This means that, even without an international forum, litigants may invoke treaty-based rights domestically – particularly in matters involving human rights, investment protection, or economic regulation.

This dual pathway increases the risk of divergent outcomes not only among States but also between international tribunals and national courts, unless treaties contain clear coordination mechanisms or previously agreed-upon arbitration clauses.

Given these challenges, international arbitration mechanisms play a crucial role in overcoming jurisdictional fragmentation. Arbitration provides a neutral forum, allows parties to select specialized arbitrators, and applies a common set of procedural rules, ensuring greater predictability, speed, and legal

certainty. Moreover, arbitration helps harmonize treaty interpretations, reducing normative conflicts and strengthening the trust of treaty partners.

Examples of consolidated dispute-settlement frameworks include:

- **World Trade Organization (WTO):** the Understanding on Rules and Procedures Governing the Settlement of Disputes (DSU) establishes a tiered system featuring mandatory consultations, arbitration panels, and an Appellate Body. Decisions are binding, and the DSU provides for countermeasures in cases of non-compliance.
- **Mercosur:** the Protocol of Olivos governs dispute settlement among Member States, with stages including consultations, ad hoc arbitration tribunals, and the Permanent Review Tribunal (TPR), which serves as an appellate instance and may issue advisory opinions.
- **European Union Agreements (e.g., Mercosur–EU Association Agreement):** such treaties include specific dispute-settlement mechanisms addressing trade, environmental, and labor matters, with phases involving bilateral consultations and arbitration. Their objective is to maintain legal certainty and avoid fragmented judicial outcomes.

These models demonstrate the importance of clear and institutionalized dispute-resolution clauses, especially in free-trade and international cooperation agreements, where diverse interests and legal systems demand technical, impartial, and effective solutions.

From an institutional perspective, Brazil may choose to strengthen State-to-State dispute-settlement mechanisms in future financial agreements, especially for matters involving prudential measures. This approach aligns with the GATS/WTO framework, where disputes in services are handled exclusively between Members, not by private investors. Within this framework, the Prudential Carve-Out (PCO) in the GATS Annex on Financial Services plays a central role. It allows countries to adopt measures necessary to protect investors and depositors, preserve financial integrity, and maintain systemic stability – even if such measures do not fully comply with liberalization commitments – provided that they do not constitute disguised restrictions on trade.

This arrangement enhances regulatory security by ensuring that prudential issues, which are highly technical and carry systemic implications, remain within the purview of State authorities, rather than investor-State arbitral tribunals whose logic may diverge from the objective of financial stability.

7 International agreements on financial services

There are various types of international agreements dealing with financial services, which may be classified as multilateral, regional, or bilateral.

Multilateral Agreements are concluded among numerous countries within the framework of international organizations, such as the World Trade Organization (WTO). The primary example is the General Agreement on Trade in Services (GATS), which entered into force in 1995 with the objective of establishing international rules for trade in services, including financial services. All WTO Members are parties to the GATS. The GATS is founded on principles such as: Most-Favored Nation (MFN) Treatment, requiring equal treatment of service suppliers from different countries; National Treatment, prohibiting discrimination between domestic and foreign services; Transparency and regulatory predictability. Financial services are regulated under specific annexes, including prudential safeguards designed to ensure financial stability.

Regional agreements are concluded among economic blocs, such as Mercosur and the European Union (EU), or Mercosur and the European Free Trade Association (EFTA). These agreements often include dedicated chapters on financial services. The Mercosur–EFTA Free Trade Agreement, signed in September 2025 in an

English version, is still subject to translation and ratification procedures. The agreement establishes a free trade area covering approximately 290 million people and a combined GDP exceeding USD 4.3 trillion. It includes commitments on: financial services, investment, intellectual property, and sustainable development.

The Mercosur–European Union Agreement, expected to be signed after completion of legal review and translation into official languages, will create one of the largest free-trade areas in the world, covering more than 780 million people and a combined GDP of over USD 22 trillion. The agreement also includes provisions on financial services and investment.

Bilateral agreements are concluded between two States, usually focused on technical and regulatory cooperation. One example is Brazil's Cooperation and Facilitation Investment Agreements (ACFIs) with countries such as Mexico, Angola, and Mozambique. Their objectives include facilitating investment flows, strengthening regulatory cooperation, ensuring transparency and predictability, including dispute-settlement mechanisms, and protecting States' regulatory autonomy.

7.1 The role of Banco Central do Brasil

The Banco Central do Brasil (BCB) plays a strategic and multifaceted role in international regulation and negotiation, particularly in financial, monetary, and investment matters. Its technical activities aim to reconcile institutional autonomy and national financial stability with the international commitments undertaken by Brazil. This role aligns with the BCB's institutional mission of ensuring price stability, safeguarding a sound, efficient, and competitive financial system, and promoting socioeconomic well-being, as well as with the legal objectives established by Complementary Law No. 179/2021:

Article 1. The Banco Central do Brasil has the fundamental objective of ensuring price stability. Sole paragraph. Without prejudice to its fundamental objective, the Banco Central do Brasil also has the following objectives: safeguarding the stability and efficiency of the financial system; smoothing fluctuations in the level of economic activity; and promoting full employment. (BRAZIL, 2021)

In multilateral forums including the Basel Committee on Banking Supervision, the G20, the International Monetary Fund (IMF), and the World Trade Organization (WTO), the BCB participates actively in formulating international norms and best practices. Within the WTO, it monitors discussions on the GATS, particularly those related to the financial-services sector.

In the negotiation and implementation of international agreements on financial services, the Banco Central do Brasil contributes through technical delegations that support bilateral, regional, and multilateral negotiations in coordination with the Ministry of Foreign Affairs (MRE), which holds legal competence under Article 44, items IV and IX, of Law No. 14,600/2023. This collaboration aims to ensure that Brazil's international commitments are aligned with the domestic regulatory framework, national financial stability, and regulatory sovereignty.

In the context of Investment Cooperation and Facilitation Agreements (ICFAs) the BCB provides technical expertise to craft provisions that uphold regulatory autonomy, transparency, and predictability.

The BCB also participates in regional negotiations, such as the Mercosur–EFTA Agreement, which includes chapters on financial services and regulatory cooperation. Its institutional role in international relations is formalized by **BCB Resolution No. 345/2023**, which establishes the Bank's International Negotiations Policy.

Brazil's financial regulatory approach seeks to reconcile international commitments with national regulatory autonomy. A prominent example is Brazil's defense of the Prudential Carve-Out (PCO) clause in the GATS Annex on Financial Services, which guarantees countries the right to adopt prudential measures necessary to protect investors and depositors, preserve financial integrity, and respond to economic crises.

This clause is fundamental to allowing the BCB to fulfill its regulatory mandate without being constrained by excessive liberalization obligations. Brazil has also advocated for treaty language confirming the State's right to adopt restrictions and precautionary measures under existing or future legislation, thus ensuring regulatory flexibility in the face of instability or financial innovation.

In practice, the BCB acts as a first filter to ensure compatibility between international commitments and the Brazilian Constitution. This includes assessing matters reserved for supplementary law (e.g., structure and operation of the National Financial System); constitutional limits on regulatory sovereignty; the Union's exclusive competence to legislate on currency, credit, and financial institutions; the supremacy of the Constitution over international acts. This technical scrutiny prevents international negotiations from producing commitments that exceed Brazil's normative competence or intrude into domains reserved for legislative processes, thereby preserving the constitutional architecture of the financial system.

Conclusion

International financial regulation imposes complex legal challenges on States, particularly with respect to reconciling international commitments with the preservation of regulatory sovereignty. This article concludes that the effectiveness of Brazil's international action in financial regulation depends on three complementary pillars: (i) robust safeguards that preserve prudential regulatory space; (ii) efficient mechanisms for infralegal internalization, capable of keeping pace with the speed of financial innovation; and (iii) strategic and vigilant participation in multilateral forums, to influence the formation of international standards in a manner consistent with the Brazilian Constitution, not only regarding matters reserved to supplementary law, but also concerning regulatory sovereignty, federal competencies, and constitutional supremacy.

In addition, BCB Resolution No. 345/2023, which establishes the International Negotiations Policy of the Banco Central do Brasil, guides the Bank's technical and coordinated engagement in external relations, ensuring that national specificities are incorporated into international standards and that Brazil avoids assuming commitments that would unduly reduce its domestic regulatory space.

The combination of these elements allows Brazil to exercise active regulatory sovereignty, rather than a merely defensive one, thereby contributing to a model of international financial integration aligned with the public interest, systemic stability, and legal certainty.

References

- ALVES, Carlos André de Melo. A Divulgação da Política de Responsabilidade Socioambiental dos Maiores Bancos no País: análise pautada na regulação brasileira. In: BUSQUETS, Adriana Consoni et al. (Org.). **Estudos sobre Regulação Financeira**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2017. p. 51-78.
- AHMED, Rashad; ALDASORO, Iñaki. **Stablecoins and safe asset prices**. BIS Working Papers, n. 1270, 28 maio 2025 (rev. fev. 2026). Available at: <https://www.bis.org/publ/work1270.htm>. Accessed on: 28 fev. 2026.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Circular 3.547, de 7 de julho de 2011**. Estabelece procedimentos e parâmetros relativos ao Processo Interno de Avaliação da Adequação de Capital (Icaap). Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 8 jul. 2011. Available at: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2011/pdf/circ_3547_v2_L.pdf. Accessed on: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Circular 3.769, de 29 de outubro de 2015**. Estabelece a metodologia de apuração da parcela Adicional Contracíclico de Capital Principal (ACPCContracíclico), de que trata a Resolução nº 4.193, de 1º de março de 2013. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 4 nov. 2015. Available at: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50099/Circ_3769_v3_P.pdf. Accessed on: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Organismos financeiros internacionais. In: **Relatório Anual 1997**. Brasília: BCB, 1997. Available at: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual97/rel97-6p.pdf>. Accessed on: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Quem somos**. Available at: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/rig2r-quemsomos>. Accessed on: 18 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária 2017**. Brasília: BCB, 2017. p. 24. Available at: https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REB_2017.pdf. Accessed on: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução BCB 345, de 4 de outubro de 2023**. Institui a Política de Negociações Internacionais do Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 5 out. 2023. Available at: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=345>. Accessed on: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução 3.517, de 6 de dezembro de 2007**. Dispõe sobre a informação e a divulgação do custo efetivo total (CET) nas operações de crédito e de arrendamento mercantil financeiro contratadas ou ofertadas a pessoas físicas. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 10 dez. 2007. Available at: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2007/pdf/res_3517_v1_o.pdf. Accessed on: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução 3.988, de 30 de junho de 2011**. Dispõe sobre a implementação de estrutura de gerenciamento de capital. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 1 jul. 2011. Available at: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2011/pdf/res_3988_v1_O.pdf. Accessed on: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução 4.193, de 1º de março de 2013**. Dispõe sobre apuração dos requerimentos mínimos de Patrimônio de Referência (PR), de Nível I e de Capital Principal e institui o Adicional de Capital Principal. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 5 mar. 2013. Available at: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2013/pdf/res_4193_v1_O.pdf. Accessed on: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução 4.198, de 15 de março de 2013**. Dispõe sobre o Valor Efetivo Total (VET) nas operações de câmbio com clientes. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 18 mar. 2013. Available at: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2013/pdf/res_4198_v1_O.pdf. Accessed on: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução 4.327, de 25 de abril de 2014**. Dispõe sobre as diretrizes que devem ser observadas na Política de Responsabilidade Socioambiental (PRSA). Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 10 jan. 2015. Available at: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2014/pdf/res_4327_v1_O.pdf. Accessed on: 22 out. 2025.

BANK OF ENGLAND. **Ring-fencing**. Londres, 2019. Available at: <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/key-initiatives/ring-fencing>. Accessed on: 22 out. 2025.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei Complementar 179, de 10 de fevereiro de 2021**. Define os objetivos e o estatuto jurídico do Banco Central do Brasil. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 11 fev. 2021.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei 10.214, de 27 de março de 2001**. Dispõe sobre o registro e o depósito centralizado de ativos financeiros. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 mar. 2001.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei nº 14.286, de 29 de dezembro de 2021**. Dispõe sobre o mercado de câmbio brasileiro, o capital estrangeiro no País, a prestação de informações ao Banco Central do Brasil. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 30 dez. 2021.

BRASIL. Ministério das Relações Exteriores. **Perguntas e respostas sobre o Acordo de Parceria Mercosul–União Europeia**. Available at: <https://www.gov.br/mrees/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/declaracoes/perguntas-e-respostas-acordo-de-parceria-mercosul-uniao-europeia>. Accessed on: 23 out. 2025.

BRASIL. Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços. **Acordo de Livre Comércio entre o Mercosul e a EFTA**. Brasília: MDIC, 2025. Available at: <https://www.gov.br/siscomex/pt-br/acordos-comerciais/arquivos/oi-efta-mercosur-main-agreement.pdf>. Accessed on: 22 out. 2025.

BRASIL. Presidência da República. **Decreto 7.030, de 14 de dezembro de 2009**. Promulga a Convenção de Viena sobre o Direito dos Tratados, concluída em Viena, em 23 de maio de 1969. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 15 dez. 2009.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) 1.480-3 DF (Medida Cautelar)**. Relator: Min. Celso de Mello. Publicado no DJ, 18 maio 2001.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Coletânea Temática de Jurisprudência: Controle de Constitucionalidade**. Brasília: STF, Secretaria de Documentação, 2019. Available at: http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/publicacaoPublicacaoTematica/anexo/CTJ_Controlde_Constitucionalidade.pdf. Accessed on: 22 out. 2025.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário (RE) 466.343/SP**. Relator: Min. Cezar Peluso. Redator para o acórdão: Min. Gilmar Mendes. Julgamento: 3 de dezembro de 2008.

BUSQUETS, Adriana Consoni et al. (Org.). **Estudos sobre Regulação Financeira**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2017.

BIS. **Stablecoin growth – policy challenges and approaches**. BIS Bulletin, n. 108, 11 jul. 2025. Available at: <https://www.bis.org/publ/bisbull108.htm>. Accessed on: 28 fev. 2026.

BIS. **Tracing the footprint of cryptoisation in emerging market economies**. BIS Quarterly Review, mar. 2022. Available at: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2203w.htm. Accessed on: 28 fev. 2026.

CARICILLI, Giuliana Resende. **O outro lado da globalização financeira e o papel das instituições internacionais: a crise asiática de 1997**. Campinas: PUC-Campinas, 2022. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Relações Internacionais). Available at: https://repositorio.sis.puc-campinas.edu.br/bitstream/handle/123456789/16936/cea_ri_tcc_caricilli_gr.pdf. Accessed on: 22 out. 2025.

CHAINALYSIS. 2024 **LATAM Crypto Adoption: The Rise of Stablecoins**. Chainalysis. Available at: <https://www.chainalysis.com/blog/2024-latin-america-crypto-adoption/>. Accessed on: 22 out. 2025.

Comissão Europeia. **Acordo Geral sobre o Comércio de Serviços (GATS)**. Available at: <https://trade.ec.europa.eu/access-to-markets/pt/content/acordo-geral-sobre-o-comercio-de-servicos-gats>. Accessed on: 22 out. 2025.

D'HULSTER, Katia; ÖTKER-ROBE, Inci. Ring-fencing cross-border banks: an effective supervisory response? **Journal of Banking Regulation**, v. 16, p. 169–187, 2015. Available at: <https://link.springer.com/article/10.1057/jbr.2014.4>. Accessed on: 22 out. 2025

EICHENGREEN, Barry; VISWANATHNATRAJ, Ganesh. **Stablecoins and Central Bank Digital Currencies: Policy and Regulatory Challenges**. Asian Economic Papers, 2022. Versão de trabalho Available at: <https://arxiv.org/abs/2202.07564> e <https://wrap.warwick.ac.uk/id/eprint/163986/1/WRAP-Stablecoins-and-Central-Bank-Digital-Currencies-Viswanath-Natraj-2022.pdf>. Accessed on: 28 fev. 2026.

EUROPEAN COMMISSION. **Markets in Crypto-assets Regulation (MiCA)**. Bruxelas, 2023. Available at: <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/markets-crypto-assets-regulation-mica>. Accessed on: 22 out. 2025. [esma.europa.eu]

EVANS, Trevor. Cinco explicações para a crise financeira internacional. In: SCHERRER, Christoph; OVERWIEN, Bernd; DÜRMEIER, Thomas (org.). **Perspectivas sobre a crise financeira**. Verlag Barbara Budrich, 2011. Available at: <https://repositorio.ipea.gov.br/bitstreams/6a08170b-e511-4f5d-88f7-699bf72e55d5/download>. Accessed on: 22 out. 2025.

FERREIRA, Gustavo Henrique. A Grande Depressão e a ascensão do pensamento keynesiano: uma análise crítica da resposta econômica à crise de 1929. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 39, n. 2, p. 312–330, abr./jun. 2019. Available at: <https://www.academia.edu/143338292>. Accessed on: 22 out. 2025.

GOVERNO FEDERAL. **Mercosul e EFTA assinam acordo de livre comércio para ampliar exportações entre os dois blocos**. Available at: <https://www.gov.br/planaltomda/pt-br/acompanhe-o-planalto/noticias/2025/09/mercosul-e-efta-assinam-acordo-de-livre-comercio-para-ampliar-exportacoes-entre-os-dois-blocos>. Accessed on: 23 out. 2025.

IMF–FSB. **IMF–FSB Synthesis Paper: Policies for CryptoAssets**. 7 set. 2023. Available at: <https://www.fsb.org/uploads/R070923-1.pdf>. Accessed on: 28 fev. 2026.

INESC – Instituto de Estudos Socioeconômicos. MINEIRO, Adhemar S. **Análise da cláusula ambiental nos acordos de livre comércio entre Mercosul e União Europeia e Mercosul e EFTA**. Brasília: INESC, 2021. Available at: https://inesc.org.br/wp-content/uploads/2021/04/Acordos-de-Livre-Comercio-Inter-Regionais_FINAL.pdf. Accessed on: 22 out. 2025.

IPEA. **Acordo Geral sobre o Comércio de Serviços**. In: **Desenvolvimento Humano e Comércio Internacional**. Brasília: IPEA, 2003. Available at: <https://repositorio.ipea.gov.br/bitstreams/a928863e-7f3d-4ef7-ad9c-4725c7aef75c/download>. Accessed on: 23 out. 2025.

MATSCHULAT, Leonardo. **A aplicação das exceções gerais do artigo XX do GATT em matéria ambiental**: o desenvolvimento da jurisprudência do sistema de solução de controvérsias da OMC e os desafios presentes. Curitiba: Universidade Federal do Paraná, 2024. Available at: <https://hdl.handle.net/1884/95786>. Accessed on: 22 out. 2025.

MERCOSUL. **Acordo de Livre Comércio Mercosul – EFTA**: Declaração Conjunta. Available at: <https://www.mercosur.int/pt-br/acordo-de-livre-comercio-mercopol-efta-declaracao-conjunta/>. Accessed on: 23 out. 2025.

MERCOSUL. Grupo Mercado Comum. **Mercosul/GMC/ATA 04/2012**. Novas Bases para Negociação de Serviços Financeiros no Mercosul (item e Anexo XI – MERCOSUL/XC GMC/DI nº 43/12). Available at: <https://documentos.mercosur.int/?lang=pt>. Accessed on: 24 fev. 2026.

MUNCHEN, Douglas da Rosa. Nova Restrição de Capital sob Basileia III: determinantes da razão de alavancagem no Brasil. In: BUSQUETS, Adriana Consoni et al. (Org.). **Estudos sobre Regulação Financeira**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2017. p. 79-108.

ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL DO TRABALHO. **Convenção 158 sobre a rescisão do contrato de trabalho por iniciativa do empregador**, adotada em Genebra em 22 de junho de 1982. Available at: https://normlex.ilo.org/dyn/nrmlx_en/f?p=NORMLEXPUB:12100:0::NO::P12100_ILO_CODE:C158. Accessed on: 23 out. 2025.

PONTES, Rúbia Marcussi; MATTOS, Olívia Bullio. **A crise de 2008 e a arquitetura financeira internacional**: propostas de regulação do G-20 e seus desafios. *Análise Econômica*, Porto Alegre, v. 37, n. 74, p. 183–202, set. 2019. Available at: <https://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/download/78868/54429>. Accessed on: 22 out. 2025.

REZEK, Francisco. **Direito Internacional Público**: Curso Elementar. 20. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2025.

SARLET, Ingo Wolfgang; MARINONI, Luiz Guilherme; MITIDIERO, Daniel. **Curso de Direito Constitucional**. 14. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2025.

SILVA NETO, Orlando Celso da. **Liberalização comercial na OMC e exceções legítimas de políticas públicas**. 2005. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo. Available at: <https://repositorio.usp.br/item/001469606>. Accessed on: 22 out. 2025.

STATISTA. **Crypto market – statistics & facts**. Statista, 25 mar. 2025. Available at: <https://www.statista.com/topics/4495/cryptocurrencies/>. Accessed on: 22 out. 2025.

UNCTAD. **Manual para as negociações comerciais sobre serviços**. Genebra: Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento, 2020. Available at: https://unctad.org/system/files/official-document/ditctnadmisc2020d2_pt.pdf. Accessed on: 23 out. 2025.

Universidade Federal do Rio de Janeiro. **Os ativos digitais no sistema de classificação internacional**. Rio de Janeiro: Faculdade Nacional de Direito, 2023. Available at: <https://www.pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/22901/1/AVRMirandaFilho-min.pdf>. Accessed on: 23 out. 2025.

O Pix e a Concorrência no Sistema Financeiro Nacional

DOI: <https://doi.org/10.58766/rpgbcb.v19i2.1259>

Gustavo Caldas e Marinho*

Recebido/Received: 28/1/2026

Aprovado/Approved: 31/3/2026

Introdução. 1 Estrutura do mercado financeiro e gênese do Pix. 1.1 Panorama do setor financeiro brasileiro entre 2010 e 2020: estrutura oligopolista e concentração bancária. 1.2 Barreiras às entradas no setor bancário: por que havia um oligopólio? 1.3 O Pix: origem e natureza jurídica. 1.4 Funcionamento técnico-jurídico do Pix. 1.5 Governança e papel regulatório do Banco Central. 2 Pix como instrumento de política concorrencial. 2.1 Pix como mecanismo pró-concorrência por meio da inovação. 2.2 Efeitos do Pix sobre a concentração. 3 Centralização estatal, riscos e comparação internacional. 3.1 Conceito de monopólio estatal e sua relação com o Pix. 3.2 O Banco Central como operador, regulador e garantidor. 3.3 Exemplos estrangeiros: sistemas de pagamentos instantâneos pelo mundo. 3.4 Crises recentes no âmbito internacional, Governo Trump e Brics Pay. Conclusão.

Resumo

Este estudo tem como objetivo analisar as relações envolvendo o Pix, o Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI), principalmente sobre a concorrência no Sistema Financeiro Nacional. Para tanto, a pesquisa inicialmente contextualiza a concentração histórica do setor bancário e o marco regulatório que possibilitou a criação do Pix. Em seguida, examina-se a estrutura técnico-jurídica do arranjo, incluindo sua governança pelo Banco Central do Brasil e sua operação por meio do SPI e do Diretório de Identificadores de Contas Transacionais (DICT). O trabalho também explora os efeitos pró-concorrenciais gerados pela inovação, bem como os riscos de centralização estatal e de possíveis características monopolísticas. Por fim, realiza-se uma análise de experiências internacionais com pagamentos instantâneos, evidenciando tanto as oportunidades quanto os desafios decorrentes do modelo brasileiro. Conclui-se que o Pix representa uma inovação regulatória capaz de fomentar inclusão e competitividade, ainda que levante preocupações relevantes quanto à governança, neutralidade e monopólio estatal.

Palavras-chave: Pix; concorrência; Banco Central do Brasil; regulação; sistema financeiro.

* Pós-graduado em Direito Econômico, com ênfase em Regulação do Sistema Financeiro, pela Universidade de São Paulo (USP). Graduado em Direito pela Universidade Federal da Bahia (UFBA). Atua nas áreas de Compliance, Prevenção à Lavagem de Dinheiro e ao Financiamento do Terrorismo (PLD/FT), prevenção a fraudes, meios de pagamento, câmbio e gestão de riscos. <https://orcid.org/0009-0007-3391-6460>

Pix and Competition in the National Financial System

Abstract

This study aims to analyze the main relations of Pix, the Brazilian instant payment system, on competition within the National Financial System. To achieve this, the research first contextualizes the historical concentration of the banking sector and the regulatory framework that enabled the creation of Pix. Subsequently, the legal-technical structure of Pix is examined, including its governance under the Banco Central do Brasil and its operation through SPI and DICT. The study then explores the pro-competitive effects generated by innovation, as well as the risks of state centralization and potential monopolistic features. Finally, a comparative analysis of international experiences with instant payments highlights both the opportunities and challenges that arise from the Brazilian model. The research concludes that Pix represents a regulatory innovation capable of fostering inclusion and competitiveness, though it also raises relevant concerns about governance, neutrality, and state monopoly.

Keywords: *Pix; competition; Banco Central do Brasil; regulation; financial system.*

Introdução

A inovação exerce papel central na reconfiguração das estruturas econômicas contemporâneas, sendo especialmente impactante no setor financeiro. Neste contexto, o sistema de pagamentos instantâneos Pix, lançado pelo Banco Central do Brasil (BC) em 2020, representa não apenas uma inovação tecnológica, mas também uma intervenção regulatória de ampla repercussão no ambiente concorrencial brasileiro.

O Pix deve ser compreendido como “instrumento fundamental para calibrar regulação e concorrência em pagamentos digitais”, o que confere ao BC uma atuação simultânea como regulador, operador e catalisador da transformação digital no sistema financeiro nacional.¹

O Pix viabilizou transferências instantâneas, 24 horas por dia, todos os dias da semana, gratuitamente para pessoas físicas. Tal funcionalidade reduziu de forma significativa os custos de transação para consumidores e comerciantes, impactando diretamente o modelo de receitas baseado em tarifas por operações como TED e DOC, tradicionalmente explorado por bancos incumbentes.²

Em seu primeiro ano de operação, o sistema atingiu mais de 7 bilhões de transações, com aproximadamente 104 milhões de usuários pessoas físicas – o equivalente a 62,4% da população adulta brasileira.³

1 FERREIRA, Alexandre Rebêlo. **Arranjo Pix:** regulação e concorrência em pagamentos digitais. Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central – PGBC, v. 16, n. 1, 2022, p. 101–104.

2 Samara Rodrigues. **Concorrência e competitividade no setor bancário:** o que mudou com a chegada das fintechs? Florestal: UFV, 2022, p. 7–9.

3 FERREIRA, Alexandre Rebêlo. *Ob. cit.*, p. 102.

Com uma estrutura técnica desenhada para ser interoperável e aberta, o Pix facilitou o ingresso de novos *players* – incluindo *fintechs*, cooperativas de crédito e instituições de pagamento – contribuindo, assim, para a redução das barreiras à entrada e a dinamização do setor bancário brasileiro.⁴

Além do efeito estático sobre receitas e tarifas, há uma hipótese dinâmica relevante: a onipresença de um *rail* público dominante pode reorganizar incentivos de inovação, deslocando investimento privado da criação de infraestruturas concorrentes para a oferta de serviços complementares “sobre” a infraestrutura estatal. Nessa leitura, a competição tende a migrar do “meio de pagamento” para camadas como experiência do usuário, crédito, antifraude, orquestração e dados, enquanto a infraestrutura central passa a concentrar poder de governança (definição de *roadmap*, padrões e prioridades).⁵

Se essa hipótese se confirma, o risco concorrencial principal não é um monopólio de preços, mas um monopólio de governança: quem define as próximas funcionalidades, em que ritmo, com quais critérios de acesso e com quais contrapesos. Daí a importância de mecanismos que preservem inovação *bottom-up*, garantindo interoperabilidade, previsibilidade regulatória e acesso equitativo a novas funcionalidades.

O Pix trouxe uma pressão sobre os *players* tradicionais e forçou os bancos, até então principais detentores dos meios de pagamento, a se reinventarem a partir de algumas pequenas premissas que se tornaram relevantes para o consumidor, que são: i) disponibilidade 24 horas por dia; ii) sem tarifas para pessoas físicas; e iii) democrático para pequenos estabelecimentos.

Contudo, a centralidade do BC como operador único do SPI suscita questionamentos no campo do Direito Econômico e da Concorrência, como, por exemplo, se um sistema estatal de pagamentos pode ser considerado promotor de competição. O Pix representa uma plataforma pública equitativa que corrige falhas de mercado, ou materializa uma espécie de monopólio estatal justificado?

No Brasil, onde os cinco maiores bancos ainda detinham cerca de 80% dos ativos financeiros em 2019, essas indagações ganham relevância jurídica e econômica. Desde a implantação do Pix, observa-se não apenas a queda de receitas das instituições incumbentes – estimada em mais de R\$5 bilhões entre 2019 e 2023⁶ – como também o crescimento de novos entrantes, a exemplo de *fintechs* que conquistaram milhões de usuários com serviços de menor custo e maior conveniência.⁷

Diante disso, este trabalho tem por objetivo analisar, sob a perspectiva do Direito da Concorrência, os impactos do Pix na estrutura do mercado financeiro brasileiro. Busca-se compreender se a inovação estatal em comento atua como vetor de desconcentração e fomento à competitividade ou se configura um exemplo de centralização funcional em um único operador público.

A pesquisa adotará a metodologia jurídico-dogmática, com suporte em análise documental e bibliográfica. Serão utilizadas fontes primárias (normas e diretrizes do Banco Central do Brasil) e secundárias (artigos acadêmicos, relatórios técnicos e estudos econômicos) para investigar o fenômeno regulatório à luz dos princípios da ordem econômica constitucional, da livre concorrência e da função social da inovação.

4 PEREIRA, Rayan *et al.* O impacto das *fintechs* e do Pix no atendimento às pessoas jurídicas. Revista Pesquisa Qualitativa, São Paulo, v. 13, n. 33, 2025, p. 50–52.

5 VARIAN, Hal. Microeconomia.

6 VALOR ECONÔMICO. Pix e concorrência fazem bancos perder R\$ 5 bi em receita de tarifas. 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com>. Acesso em: 25 maio 2025.

7 BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária, 2019.

I Estrutura do mercado financeiro e gênese do Pix

Compreender a estrutura do mercado financeiro brasileiro é fundamental para contextualizar o surgimento do Pix. A evolução dos meios de pagamento, impulsionada por avanços tecnológicos, mudanças no comportamento dos consumidores e pela necessidade de maior eficiência, inclusão e competitividade, levou à criação de um sistema de pagamentos instantâneos capaz de modernizar a infraestrutura financeira nacional. Nesse contexto, o Pix representa um marco na transformação do ecossistema de pagamentos no Brasil, redefinindo a forma como pessoas e empresas realizam transações financeiras.

1.1 Panorama do setor financeiro brasileiro entre 2010 e 2020: estrutura oligopolista e concentração bancária

O setor financeiro brasileiro, especialmente no varejo bancário, apresentou, entre 2010 e 2020, um elevado grau de concentração. Tal configuração é fruto de um processo histórico de consolidação iniciado na década de 1990 e intensificado nos anos 2000, marcado por fusões e aquisições de grande porte – como Itaú-Unibanco e Santander-Real (ambas em 2008) e Bradesco-HSBC (2016). Essas operações, incentivadas por políticas públicas como o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) e o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes), visavam garantir estabilidade financeira e evitar crises sistêmicas, mas tiveram como efeito colateral a redução do número de competidores relevantes.⁸

Segundo Pereira,⁹ as transformações estruturais do sistema bancário brasileiro favoreceram a criação de um mercado sólido, mas altamente concentrado, no qual cinco instituições – Banco do Brasil (BB), Banco Itaú-Unibanco, Banco Bradesco, Caixa Econômica Federal (CEF) e Banco Santander – detinham juntas cerca de 80% ou mais dos ativos totais do segmento bancário tradicional ao longo da década. Em 2014, por exemplo, esses bancos controlavam aproximadamente 85% dos ativos das instituições de varejo, percentual que permaneceu em torno de 80% até 2018.¹⁰ Essa configuração enquadra-se no conceito de estrutura oligopolista, caracterizada por poucas empresas de grande porte com elevada participação de mercado e poder de influência sobre preços e condições.¹¹

Do ponto de vista do Direito da Concorrência, a concentração excessiva suscita preocupações quanto ao art. 36, § 3º, XIX, da Lei 12.529/2011,¹² que considera ilícito o exercício abusivo de posição dominante. Na prática, a pouca pressão competitiva permitiu aos incumbentes manter tarifas elevadas, spreads bancários entre os mais altos do mundo e remuneração pouco atrativa para depósitos. Em 2017, o *spread* médio brasileiro alcançou 34%, o segundo maior globalmente.¹³

O baixo grau de competição resultou em crédito caro, oferta limitada de inovações e possibilidade de condutas coordenadas ou unilaterais, facilitando o abuso de poder econômico.

8 KRETZER, R. *Reforma do Sistema Financeiro Nacional: efeitos e desafios*. Brasília: IPEA, 1996.

9 PEREIRA, Samara Rodrigues. *Concorrência e competitividade no setor bancário: o que mudou com a chegada das fintechs?* 2022. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração) – Universidade Federal de Viçosa, Florestal, 2022.

10 FREITAS, Cristina Penido de. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 8, p. 51-83, 1997.

11 POSSAS, M. L. *Concorrência e mercados no capitalismo contemporâneo*. São Paulo: Hucitec, 1993.

12 BRASIL. Lei 12.529, de 30 de novembro de 2011. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência.

13 BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Economia Bancária 2018*. Brasília: BC, 2018.

A estrutura oligopolista caracteriza-se pela presença de um número reduzido de agentes econômicos que detêm elevada participação de mercado, de modo que as decisões estratégicas de cada um afetam diretamente os demais, resultando em interdependência concorrencial e possibilidade de coordenação tácita ou explícita.

Outro aspecto relevante foi o uso de práticas comerciais restritivas, como o *cross-selling* e a exigência de relacionamento mínimo para concessão de crédito, que, embora reguladas – a venda casada é vedada pelo art. 39, I, do Código de Defesa do Consumidor¹⁴ –, eram viabilizadas pelo poder de mercado das instituições, dada a limitada gama de opções para o consumidor.

No campo do Direito Econômico, o oligopólio não é, por si só, ilícito, mas sua configuração demanda atenção quando acarreta práticas anticoncorrenciais, como abuso de posição dominante, formação de cartel ou restrição artificial de oferta, em afronta ao art. 36 da Lei 12.529/2012, já mencionada. Do ponto de vista econômico, a estrutura oligopolista implica barreiras relevantes à entrada de novos competidores, podendo limitar a eficiência alocativa e inibir a inovação.¹⁵ O controle jurídico sobre essa estrutura busca preservar a concorrência como instrumento de desenvolvimento econômico e proteção do consumidor, harmonizando a liberdade de iniciativa com a função social da atividade econômica.¹⁶

Apesar da elevada concentração, havia alguma rivalidade entre os próprios grandes bancos, principalmente na disputa por participação de mercado em produtos como crédito consignado e aquisição de clientes de folha de pagamento. Até meados da década de 2010, a expansão física das agências foi utilizada como estratégia competitiva, acompanhada de campanhas de marketing agressivas. No entanto, essa concorrência permanecia restrita aos cinco maiores, sem ameaças significativas de novos entrantes, dadas as altas barreiras à entrada: exigências regulatórias, necessidade de capital elevado, complexidade tecnológica e a estrutura de bancos múltiplos, que oferecem um leque integrado de serviços (contas, crédito, investimentos, seguros), tornando-se *one-stop shops* e dificultando a penetração de concorrentes especializados.

Em síntese, de 2010 até a introdução do Pix, em novembro de 2020, o varejo bancário brasileiro manteve-se altamente concentrado e caracterizado por uma concorrência oligopolista. A participação conjunta dos cinco maiores bancos caiu ligeiramente no início da década de 2020, atingindo cerca de 76% dos ativos em 2021, o que sugere um processo inicial de desconcentração. Esse movimento foi impulsionado principalmente por inovações tecnológicas e pela entrada de novos *players* – especialmente *fintechs* – que passaram a disputar espaço em segmentos como pagamentos e contas digitais, abrindo caminho para alterações mais profundas na dinâmica concorrencial, como ocorreu com o Pix.

1.2 Barreiras às entradas no setor bancário: por que havia um oligopólio?

Até a implementação do Pix, o setor bancário brasileiro apresentava um conjunto expressivo de barreiras à entrada que, combinadas, mantinham elevada concentração e baixa contestabilidade.¹⁷ Essas barreiras assumiam diferentes naturezas – regulatória, estrutural, tecnológica e estratégica – e favoreciam a predominância de poucos agentes com amplo poder de mercado.

¹⁴ BRASIL. Lei 8.078, de 11 de setembro de 1990. Código de Defesa do Consumidor.

¹⁵ VARIAN, Hal R. *Microeconomia: princípios básicos*. 9. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

¹⁶ GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 19. ed. São Paulo: Malheiros, 2020.

¹⁷ PEREIRA, Samara Rodrigues. *Concorrência e competitividade no setor bancário: o que mudou com a chegada das fintechs?* 2022. Disponível em: <https://www.locus.ufv.br/handle/123456789/31920>. Acesso em: 10 ago. 2025.

Do ponto de vista regulatório, a constituição de um banco comercial ou múltiplo exigia o cumprimento de requisitos rigorosos impostos pelo Banco Central. Tais exigências, embora essenciais para a solidez e estabilidade do sistema financeiro, funcionavam na prática como barreiras legais significativas, restringindo a entrada a investidores com capacidade financeira e técnica considerável.¹⁸ Não surpreende, portanto, que a abertura de bancos “do zero” tenha sido rara por décadas, sendo mais comum a entrada via aquisição de instituições existentes. Apenas em 2018, com a edição da Resolução CMN 4.656¹⁹ – que criou as figuras da Sociedade de Crédito Direto (SCD) e da Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP) – surgiu uma alternativa regulatória que mitigou parcialmente essa barreira ao estabelecer exigências proporcionais ao porte da instituição.

A estrutura de mercado também reforçava obstáculos por meio das economias de escala e de escopo desfrutadas pelos incumbentes. Grandes bancos operavam com custos médios reduzidos graças ao alto volume de operações e à oferta conjunta de múltiplos produtos financeiros.²⁰ Essa configuração exigia que qualquer novo entrante investisse pesadamente em infraestrutura, marketing e tecnologia para alcançar um nível de eficiência compatível.

Além disso, a infraestrutura de pagamentos era fortemente controlada pelos bancos estabelecidos. Antes do Pix e do *Open Banking*, para oferecer serviços como transferências interbancárias ou acesso a redes de caixas eletrônicos, novos *players* precisavam firmar parcerias com os próprios concorrentes dominantes, muitas vezes em condições pouco vantajosas.²¹ Transferências via TED ou DOC envolviam custos e prazos que reduziam a atratividade dos serviços de instituições menores, criando um viés favorável aos incumbentes.

No campo comportamental, observava-se uma forte fidelização da clientela, associada a elevados custos de mudança (*switching costs*). A tradição e a confiança nos grandes bancos, aliadas a vínculos contratuais como recebimento de salário, débitos automáticos e utilização de linhas de crédito, tornavam a migração para uma nova instituição um processo custoso e arriscado para o consumidor.²² Ademais, a ausência de portabilidade integral de contas e histórico de relacionamento reforçava essa inércia, dificultando a conquista de clientes pelos entrantes.

Outro elemento crítico era o controle de insumos essenciais, especialmente dados de crédito e histórico financeiro. Até a alteração da Lei 12.414, de 9 de junho de 2011, que instituiu o regime de *opt-out* no Cadastro Positivo, e a implementação do *Open Banking*, o acesso a essas informações era limitado para novos entrantes.²³ Os bancos incumbentes, por deterem vastos bancos de dados construídos ao longo de décadas, possuíam vantagem significativa na precificação de risco e na concessão de crédito.

Por fim, a própria capacidade de reação estratégica dos incumbentes configurava uma barreira adicional. Dotados de recursos financeiros e estrutura consolidada, esses agentes podiam adotar práticas como redução agressiva de tarifas, oferta de produtos similares aos das *fintechs* e criação de marcas digitais próprias, numa estratégia de “entrantes virtuais” destinada a neutralizar a ameaça competitiva. Embora tais ações pudessem gerar benefícios imediatos ao consumidor, havia o risco de efeitos excludentes, o que demandava monitoramento atento por parte das autoridades reguladoras.

¹⁸ MENEZES, Gabriel Manetti de. *Sistema bancário brasileiro: uma análise concorrencial*. USP, 2022.

¹⁹ BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução CMN 4.656, de 26 de abril de 2018**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2018/pdf/res_4656_v1_O.pdf. Acesso em: 12 ago. 2025.

²⁰ FREITAS, Cristina Penido de. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, v. 8, p. 51–83, 1997. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8642874>. Acesso em: 15 ago. 2025.

²¹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária 2018**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomia bancaria/reb_2018.pdf. Acesso em: 10 ago. 2025.

²² DANTAS, L.; MEDEIROS, M.; CAPELLETO, L. **Concorrência bancária no Brasil: diagnóstico e desafios**. Brasília: IPEA, 2012. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1730.pdf. Acesso em: 10 ago. 2025.

²³ BRASIL. Lei 12.414, de 9 de junho de 2011. **Dispõe sobre o cadastro positivo**.

Em síntese, antes de 2020, a entrada no mercado bancário brasileiro implicava superar um conjunto denso de barreiras que combinavam restrições regulatórias, vantagens estruturais dos incumbentes, limitações tecnológicas, inércia comportamental dos consumidores e práticas estratégicas defensivas. Esse cenário começou a se alterar de forma mais consistente apenas a partir da segunda metade da década de 2010, quando inovações tecnológicas e reformas regulatórias, entre as quais o *Open Banking* e o próprio Pix, passaram a reduzir o peso desses entraves e a ampliar a contestabilidade do mercado.

1.3 O Pix: origem e natureza jurídica

A criação do Pix insere-se em um movimento mais amplo de modernização do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), iniciado com a Lei 10.214, de 27 de março de 2001, que atribuiu ao BC a competência de supervisionar os sistemas de compensação e liquidação de operações financeiras. Esse processo foi fortalecido com a edição da Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013, a qual instituiu formalmente os arranjos e instituições de pagamento como componentes regulados do SPB, estabelecendo as bases legais para a inovação regulatória que mais tarde daria origem ao Pix.²⁴

Em 2019, o BC anunciou a Agenda BC#, estruturada em quatro pilares – inclusão, competitividade, transparência e educação –, como norteadora das transformações digitais e concorrenciais do sistema financeiro nacional. Dentro dessa agenda, o desenvolvimento de um sistema de pagamentos instantâneos universal e interoperável foi colocado como prioridade, com o objetivo de reduzir custos de transação, estimular a competição entre instituições financeiras e ampliar a inclusão financeira no país.²⁵

O lançamento oficial do Pix ocorreu em novembro de 2020, por meio da Resolução BCB 1, de 12 de agosto de 2020, que instituiu o regulamento do arranjo de pagamentos instantâneos de titularidade do Banco Central. Diferentemente dos arranjos privados de pagamento (como cartões de crédito, geralmente coordenados por bandeiras internacionais), o Pix é um arranjo público, operado integralmente pelo Estado. Essa característica é singular no cenário internacional, pois confere ao regulador não apenas o papel de fiscalizador, mas também de gestor e operador da infraestrutura de liquidação.²⁶

Do ponto de vista jurídico, o Pix pode ser definido como um arranjo de pagamento de titularidade estatal, concebido para garantir interoperabilidade obrigatória entre os participantes, disponibilidade 24 horas por dia, 7 dias por semana, liquidação em tempo real e gratuidade para pessoas físicas. Sua natureza de bem público regulatório o diferencia dos meios de pagamento tradicionais, na medida em que elimina barreiras de rede, amplia a concorrência e reduz a dependência de estruturas oligopolizadas dos grandes bancos.

A concepção do Pix não foi apenas técnica, mas regulatória: tratou-se de uma política pública deliberada para romper a concentração bancária historicamente presente no Brasil. Como demonstram estudos, até 2019, cinco grandes bancos detinham mais de 80% dos depósitos e empréstimos do país, configurando um mercado altamente concentrado, com barreiras de entrada significativas para novos agentes.²⁷

24 BRASIL. Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013. Dispõe sobre arranjos e instituições de pagamento no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro

25 BANCO CENTRAL DO BRASIL. Agenda BC#. Brasília, 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>.

26 FERREIRA, Alexandre Rebêlo. Arranjo Pix: regulação e concorrência em pagamentos digitais. Revista da PGBC, v. 16, n. 1, 2022.

27 PEREIRA, Samara Rodrigues. Concorrência e competitividade no setor bancário: o que mudou com a chegada das fintechs? Trabalho de Conclusão de Curso – Universidade Federal de Viçosa, 2022.

O Pix surge, assim, como instrumento de democratização do acesso e de quebra das vantagens competitivas dos incumbentes, abrindo espaço para *fintechs*, cooperativas e instituições de pagamento disputarem mercado em condições mais equilibradas.

Portanto, a origem do Pix deve ser entendida como a combinação de três fatores: (i) a consolidação normativa do SPB e dos arranjos de pagamento; (ii) a formulação estratégica da Agenda BC#; e (iii) a resposta regulatória à alta concentração bancária nacional. Essa tríade explica por que o Pix não é apenas uma inovação tecnológica, mas sobretudo um instrumento de política regulatória concorrencial, cuja relevância transcende o setor financeiro e alcança dimensões sociais e jurídicas de inclusão e igualdade de acesso.

1.4 Funcionamento técnico-jurídico do Pix

O Pix deve ser analisado à luz da figura jurídica dos arranjos de pagamento, introduzida pela Lei 12.865/2013, que define tais arranjos como “o conjunto de regras e procedimentos que disciplina a prestação de determinado serviço de pagamento por múltiplos participantes”.²⁸ Com fundamento nessa moldura legal, o BC instituiu, por meio da Resolução BCB 1/2020, o arranjo Pix como infraestrutura pública voltada à realização de pagamentos instantâneos, com disponibilidade contínua, liquidação em tempo real e interoperabilidade obrigatória entre participantes.²⁹

Do ponto de vista técnico-operacional, o arranjo assenta-se em dois pilares centrais: o Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI) e o DICT.

O SPI é a câmara de liquidação do Pix e opera em liquidação bruta em tempo real (LBTR), conferindo irrevogabilidade e irretratabilidade às ordens de pagamento após aceitação, o que robustece a segurança jurídica das transações e evita dependência de compensações diferidas. O DICT, por sua vez, é o repositório das chaves Pix (CPF, CNPJ, telefone, e-mail ou chave aleatória) vinculadas a contas transacionais, permitindo endereçamento simplificado das transferências, prevenindo duplicidades e reduzindo riscos operacionais na identificação do beneficiário.³⁰

Uma inovação estrutural do Pix é a interoperabilidade obrigatória entre todos os participantes do arranjo. Ao impedir o fechamento de redes proprietárias – típico de arranjos privados –, o modelo neutraliza efeitos de rede favoráveis a incumbentes e equaliza condições competitivas para instituições de menor porte (*fintechs*, instituições de pagamento e cooperativas), inclusive no atacado de liquidação. Em paralelo, o regulamento distingue participação direta (com conta de liquidação no SPI e conexão própria) e participação indireta (acesso via convênio com participante direto), desenho que reduz custos de entrada e viabiliza a adesão de agentes sem capacidade tecnológica de conexão autônoma.³¹

No plano de governança e conformidade, o BC acumula as funções de instituidor e regulador do arranjo, operador da infraestrutura (SPI/DICT) e supervisor do cumprimento de requisitos de segurança cibernética, gestão de riscos e continuidade de negócios. O arcabouço contempla autenticação forte, padrões de criptografia e auditoria periódica, com regime sancionador para falhas graves – o que reforça o caráter de infraestrutura crítica do Pix e explica sua centralidade no SPB.

28 BRASIL. Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013.

29 BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução BCB 1, de 12 de agosto de 2020. Institui o Regulamento do Pix.

30 FONSECA, Alessandra Gonçalves da *et al.* O que a nova forma de pagamento digital (Pix) altera na regulação brasileira e nos contratos com as instituições financeiras? Revista Avant, v. 282, 2021.

31 FERREIRA, Alexandre Rebêlo. Arranjo Pix: regulação e concorrência em pagamentos digitais. Revista da PGBC, v. 16, n. 1, 2022.

O arranjo evoluiu rapidamente para além do caso de uso apenas entre pessoas físicas. A normativa já mencionada contempla, hoje, Pix Cobrança (com QR Code e possibilidade de vencimento, como alternativa ao boleto), Pix Saque e Pix Troco (retirada de numerário em estabelecimentos), Pix Agendado, além do Pix por Aproximação (NFC) e da integração com o Iniciador de Transação de Pagamento (ITP) no âmbito do Open Finance, permitindo que terceiros iniciem um Pix em nome do usuário. A literatura recente evidencia que essa expansão reconfigura processos de pagamento no varejo, pressiona tarifas tradicionais e atrai novos entrantes para modelos de negócio ancorados na infraestrutura pública.³²

Em síntese, o funcionamento técnico-jurídico do Pix combina i) uma base normativa que reconhece e disciplina arranjos de pagamento; ii) uma arquitetura tecnológica estatal (SPI/DICT) de liquidação imediata e endereçamento seguro; e iii) um desenho regulatório que impõe interoperabilidade e governança robusta, com impactos diretos sobre a concorrência e a inclusão financeira no mercado brasileiro.³³

1.5 Governança e papel regulatório do Banco Central

A governança do Pix é um dos aspectos mais singulares do sistema de pagamentos brasileiro. Diferentemente dos arranjos privados, usualmente operados por entidades de mercado, o Pix foi concebido, instituído e é administrado diretamente pelo BC, que acumula funções de regulador, operador e fiscalizador da infraestrutura crítica. Essa centralização rompe com o paradigma tradicional de atuação estatal, em que a autoridade monetária limitava-se a supervisionar arranjos privados, e projeta o BC como agente ativo da inovação regulatória no setor financeiro.³⁴

Esse modelo concentra no BC a titularidade do SPI e do DICT, conferindo-lhe poder normativo e operacional sobre os fluxos de liquidação e de endereçamento das transações. A presente pesquisa busca entender se tal desenho apenas reforça a capacidade estatal e amplia o papel do regulador como formulador de políticas públicas, ou se pode haver dubiosidade acerca da neutralidade concorrencial e da possibilidade de um monopólio estatal de infraestrutura de pagamentos.

A literatura especializada enfatiza que o Pix deve ser compreendido como uma política pública de concorrência. De acordo com Cabral, a interoperabilidade obrigatória reduziu os *switching costs* dos usuários e permitiu a migração de depósitos a prazo de bancos incumbentes para instituições de menor porte, pressionando o oligopólio bancário a rever práticas e tarifas.³⁵

Nessa linha, estudos empíricos demonstram que o Pix não apenas substituiu instrumentos tradicionais como TED e DOC, mas também reconfigurou receitas tarifárias e afetou a rentabilidade das instituições, o que indica sua relevância como mecanismo de política concorrencial.³⁶

A atuação do Pix deve ser situada em um contexto mais amplo de transformações estruturais do SFN. Segundo Eleutério, Romero e Silvan, o arranjo impulsionou uma reestruturação no sistema financeiro, ampliando a inclusão bancária e modernizando o acesso a serviços, sobretudo pela

32 FERREIRA, Alexandre Rebêlo. **Arranjo Pix: regulação e concorrência em pagamentos digitais**. Revista da PGBC, v. 16, n. 1, 2022.

33 FONSECA, Alessandra Gonçalves da *et al.* **O que a nova forma de pagamento digital (Pix) altera na regulação brasileira e nos contratos com as instituições financeiras?** Revista Avant, v. 282, 2021.

34 CABRAL, César Murilo Nogueira. **O impacto do Pix na dinâmica concorrencial do mercado bancário e de meios de pagamento brasileiro**. Dissertação (Mestrado) – Insper, 2024.

35 CABRAL, César Murilo Nogueira. **O impacto do Pix na dinâmica concorrencial do mercado bancário e de meios de pagamento brasileiro**. Dissertação (Mestrado) – Insper, 2024.

36 PEREIRA, Samara Rodrigues. **Concorrência e competitividade no setor bancário: o que mudou com a chegada das fintechs?** Universidade Federal de Viçosa, 2022.

via digital.³⁷ Do ponto de vista jurídico, essa transformação dialoga com a tradição de Direito Econômico no Brasil, que compreende a concorrência bancária como fenômeno peculiar, em que a concentração excessiva pode gerar tanto eficiência quanto riscos sistêmicos, exigindo intervenção regulatória cuidadosa.³⁸

A experiência brasileira também ilustra como a regulação financeira se integra às políticas concorrenciais e industriais. Andrade e Oliveira destacam o Pix como exemplo de integração entre antitruste e política industrial, na medida em que a infraestrutura pública de pagamentos dinamiza a economia digital, promove contestabilidade de mercado e reforça a inovação como vetor de concorrência.³⁹ Assim, o Pix não se limita a uma inovação tecnológica, mas traduz uma estratégia regulatória articulada, capaz de alinhar inclusão financeira, desenvolvimento industrial e objetivos de concorrência.

Por outro lado, o acúmulo de funções no BC – regulador, operador e fiscalizador – exige vigilância institucional. Autores como Ueda apontam que esse modelo pode gerar riscos de captura regulatória e desafios para equilibrar os objetivos de estabilidade financeira, inovação e concorrência.⁴⁰

Em síntese, o Pix consolida uma nova fase da atuação estatal no setor financeiro: o Banco Central não apenas regula, mas opera diretamente uma infraestrutura crítica, cuja função extrapola o mercado de meios de pagamento e se projeta como ferramenta de política concorrencial e industrial. A governança estatal, ao mesmo tempo que promoveu ganhos de inclusão e competitividade, demanda novas formas de *accountability* e de transparência regulatória, a fim de assegurar que a concentração de poder público no arranjo não produza efeitos indesejados sobre a concorrência futura.

2 Pix como instrumento de política concorrencial

Além de modernizar o sistema de pagamentos, o Pix foi concebido como um instrumento de promoção da concorrência no mercado financeiro. Ao reduzir barreiras de entrada, incentivar a interoperabilidade entre instituições e ampliar o acesso a serviços de pagamento, o sistema contribuiu para a diversificação dos participantes do mercado e para o aumento da competitividade, estimulando inovação, redução de custos e maior eficiência na oferta de serviços financeiros.

2.1 Pix como mecanismo pró-concorrência por meio da inovação

A trajetória que conduziu ao Pix insere-se na evolução do SPB, iniciado com a Lei 10.214, de 27 de março de 2001, e fortalecido com a Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013, que introduziu a categoria dos arranjos de pagamento e das instituições de pagamento como sujeitos regulados. Essa norma conferiu ao BC competência para autorizar, supervisionar e regular tais arranjos, estabelecendo o marco dogmático necessário para que, anos mais tarde, o Pix fosse concebido como arranjo público.⁴¹

37 ELEUTÉRIO, Ricardo Lerche; ROMERO, Gustavo; SILVAN, Adailton João. A reestruturação do sistema financeiro brasileiro com a introdução do Pix. *Revista Ensino, Educação & Ciências Exatas*, v. 05, p. 325-331, 2024

38 FREITAS, Cristina Penido de. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 8, p. 51-83, 1997.

39 ANDRADE, Diogo Thomson de; OLIVEIRA, Paulo Henrique de. Integrating competition and industrial policies in Brazil: pathways to foster a dynamic digital economy through antitrust and innovation. *Revista de Defesa da Concorrência*, v. 13, n. 1, p. 57-72, 2025

40 UEDA, Marcos Filipe Sussumu. Desafios regulatórios no setor financeiro: uma análise das transformações promovidas por *fintechs* no mercado de meios de pagamento no Brasil. *Revista de Defesa da Concorrência*, v. 11, n. 2, p. 143-171, 2023.

41 BRASIL. Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013. Dispõe sobre arranjos e instituições de pagamento no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2013.

Em 2019, no contexto da Agenda BC#, o Banco Central estabeleceu como prioridade a criação de um sistema de pagamentos instantâneos universal e interoperável, que reduzisse custos de transação e ampliasse a inclusão financeira. Essa diretriz culminou, em novembro de 2020, na edição da Resolução BCB 1/2020, que instituiu o arranjo Pix como infraestrutura pública de titularidade estatal. Diferentemente dos arranjos privados, como os de cartões, o Pix passou a ser operado diretamente pelo Banco Central, que assumiu funções de instituidor, regulador e operador do sistema.⁴²

Do ponto de vista jurídico-dogmático, a inovação central do Pix foi a padronização normativa e tecnológica. A Resolução do BC fixou requisitos uniformes de adesão e impôs a interoperabilidade obrigatória entre participantes, eliminando a possibilidade de fechamento de rede ou discriminação entre instituições. Essa estrutura reduziu substancialmente as barreiras de entrada para *fintechs* e instituições de pagamento, que passaram a acessar a mesma infraestrutura utilizada pelos grandes bancos incumbentes.⁴³

Esse desenho normativo pode ter funcionado como verdadeiro instrumento regulatório de abertura concorrencial. A possibilidade de adesão simplificada por agentes de menor porte, aliada à neutralidade da infraestrutura, contribuiu para ampliar a contestabilidade do mercado, historicamente dominado por cinco grandes bancos, conforme explicitado no segundo capítulo deste trabalho. Esse efeito ocorreu porque, ao padronizar requisitos técnicos e impor a interoperabilidade obrigatória, o Banco Central eliminou custos de transação e barreiras de negociação que antes inviabilizavam a entrada de novas instituições. Na prática, *fintechs* e instituições de pagamento puderam ofertar serviços de transferência com a mesma capilaridade e eficiência dos incumbentes, aproximando-se do conceito de *level playing field* consagrado no Direito da Concorrência.⁴⁴

Desde o início de sua operação, o Pix impulsionou uma expressiva descentralização do mercado de pagamentos no Brasil. Ainda nos dois primeiros meses após o lançamento, o Banco Central registrou a adesão de mais de 95% das instituições financeiras, totalizando cerca de 790 participantes, incluindo bancos de menor porte, cooperativas e *fintechs*.⁴⁵ Essa adesão massiva contrasta com o modelo tradicional dominado por apenas cinco instituições financeiras de grande porte. A vasta difusão do Pix reduziu barreiras de entrada, favoreceu a formação de um ambiente mais contestável e diminuiu a dependência de arranjos concentrados, o que se traduz em avanço notável da concorrência no sistema financeiro.

O arranjo Pix, assim, não apenas regulou condutas privadas, mas instituiu uma arquitetura jurídica inovadora que alterou as condições de competição no setor. Diferentemente de intervenções regulatórias meramente repressivas, voltadas a sancionar condutas anticompetitivas, trata-se aqui de uma regulação promotora, capaz de moldar estruturalmente o mercado e criar novas oportunidades de entrada. Esse movimento confere ao Pix a natureza de inovação institucional, em que a norma jurídica não apenas disciplina comportamentos, mas redesenha os próprios incentivos econômicos. Trata-se, portanto, de um modelo híbrido entre regulação financeira e política de concorrência, que coloca o Banco Central em posição de legislador econômico ativo, transformando o Direito em verdadeiro vetor de reorganização do setor bancário.⁴⁶

42 BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução BCB 1, de 12 de agosto de 2020**. Institui o Regulamento do Pix. Brasília: BC, 2020.

43 FERREIRA, Alexandre Rebêlo. Arranjo Pix: regulação e concorrência em pagamentos digitais. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central (PGBC)**, v. 16, n. 1, 2022.

44 CESTARO, Humberto (Procurador). **Parecer Jurídico 748/2016-BC/PGBC**; destacando a atuação do Banco Central como instrumento regulador para assegurar equidade no mercado de pagamentos. *Revista da PGBC*, v. 11, n. 1, jun. 2017.

45 BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Gestão do Pix – 2023**. Brasília: BC, 2023. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/pix/relatorio_de_gestao_pix/relatorio_gestao_pix_2023.pdf. Acesso em: 25 ago. 2025.

46 FONSECA, Alessandra Gonçalves da *et al.* O que a nova forma de pagamento digital (Pix) altera na regulação brasileira e nos contratos com as instituições financeiras? **Revista Avant**, v. 282, 2021.

Todavia, a experiência prática revelou que a inovação não se traduziu imediatamente em desconcentração. Ainda que o número de instituições participantes tenha sido expressivo, os grandes bancos preservaram a liderança no volume transacionado durante os primeiros meses, beneficiando-se de suas bases de clientes consolidadas e de maiores recursos tecnológicos. Esse dado evidencia que a mera redução de barreiras não é suficiente para eliminar assimetrias de mercado, exigindo do regulador vigilância contínua para que a inovação regulatória produza efeitos concorrenciais duradouros.⁴⁷

Após sua instituição em 2020, o Pix rapidamente deixou de ser apenas um meio de transferência *P2P* para se consolidar como uma plataforma regulatória dinâmica, sobre a qual o Banco Central editou normas que viabilizaram a criação de novos produtos. Essa expansão normativa revela o Pix não apenas como inovação tecnológica, mas como infraestrutura jurídica flexível, capaz de sustentar outros institutos regulatórios no âmbito do Sistema Financeiro Nacional (SFN).⁴⁸

Um dos primeiros desdobramentos foi o Pix Cobrança, disciplinado pelo Banco Central em 2021, que permite a emissão de *QR Codes* com vencimento e juros, funcionando como alternativa moderna ao boleto bancário. Em seguida, surgiram o Pix Saque e o Pix Troco, que autorizam a retirada de numerário em estabelecimentos comerciais parceiros, mediante regras de segurança e limites de valor fixados pelo regulador. Essas modalidades ampliaram as funções do arranjo e reforçaram o papel do Banco Central como legislador setorial, responsável por regular a relação jurídica entre consumidores, comerciantes e instituições participantes.⁴⁹

Outro passo relevante foi a introdução do Pix Agendado, que permite ao usuário programar transferências futuras, e do Pix por Aproximação (NFC), lançado em 2023, aproximando a experiência de pagamento àquela dos cartões *contactless*, bem como o Pix Automático, a funcionalidade que permitirá realizar pagamentos recorrentes como contas de consumo, mensalidades e assinaturas de forma instantânea e previamente autorizada pelo cliente, funcionando como um “débito automático”. Em todos esses casos, a evolução do arranjo foi acompanhada de resoluções e manuais operacionais do BC, demonstrando como o Direito atua como vetor de inovação contínua, ao mesmo tempo em que estabelece limites e deveres de segurança jurídica para os participantes.⁵⁰

O Banco Central também vinculou o Pix ao desenvolvimento do Open Finance. A regulamentação da figura do Iniciador de Transação de Pagamento (ITP) permitiu que terceiros autorizados pudessem iniciar pagamentos em nome do usuário, integrando serviços financeiros e ampliando a contestabilidade do mercado. Sob a ótica jurídica, trata-se de um avanço dogmático relevante: o Pix, enquanto arranjo de pagamento estatal, passa a ser a infraestrutura que dá suporte a outros institutos regulatórios, funcionando como motor para a implementação de Open Finance e Embedded Finance no Brasil.⁵¹

Essa evolução evidencia que o Pix deixou de ser um produto isolado para se tornar um ecossistema regulatório, constantemente atualizado por normas infralegais do Banco Central, o que, inclusive, pode tornar outros meios de pagamento obsoletos, como, por exemplo, o boleto, com o Pix Cobrança, e o cartão de crédito, com o Pix Automático. O arranjo transformou-se em base jurídica para novos contratos, novos serviços e novas formas de relacionamento entre instituições financeiras e usuários. Nesse sentido, a literatura especializada reconhece o Pix como exemplo

47 CABRAL, César Murilo Nogueira. *O impacto do Pix na dinâmica concorrencial do mercado bancário e de meios de pagamento brasileiro*. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) – Insper, São Paulo, 2024.

48 BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Comunicado 36.927, de 21 de dezembro de 2020*. Estabelece diretrizes para a evolução do Pix. Brasília: BC, 2020.

49 BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Resolução BCB 142, de 9 de setembro de 2021*. Dispõe sobre o Pix Saque e o Pix Troco. Brasília: BC, 2021.

50 ELEUTÉRIO, Ricardo Lerche; ROMERO, Gustavo; SILVAN, Adailton João. A reestruturação do sistema financeiro brasileiro com a introdução do Pix. *Revista Ensino, Educação & Ciências Exatas*, v. 05, p. 325-331, 2024.

51 PEREIRA, Rayan *et al.* O impacto das *fintechs* e do Pix no atendimento às pessoas jurídicas. *Revista Pesquisa Qualitativa*, v. 13, n. 33, p. 49-77, 2025.

paradigmático de inovação regulatória incremental, em que a contínua produção normativa do BC alimenta a criação de novos mercados e desafia a dogmática tradicional do Direito Bancário.⁵²

Em suma, a trajetória dos últimos anos demonstra que o Pix se consolidou como plataforma jurídica de expansão, na qual novos produtos e serviços foram gradualmente incorporados por meio de regulação infralegal. Esse modelo evidencia a importância da normatividade do Banco Central como fonte primária do Direito Econômico, com impacto direto na estruturação dos mercados digitais e na redefinição das fronteiras da concorrência no setor financeiro.⁵³

2.2 Efeitos do Pix sobre a concentração

Ainda que o Pix tenha promovido uma redução de barreiras regulatórias e possibilitado a entrada de novos atores no sistema de pagamentos, sua implementação não eliminou por completo as assimetrias estruturais do mercado bancário brasileiro. Estudos empíricos mostram que, nos primeiros anos de funcionamento, os grandes bancos preservaram a liderança no volume de transações, beneficiando-se de sua base consolidada de clientes e de maiores investimentos em infraestrutura digital.⁵⁴

Esse cenário revela um ponto central para o Direito da Concorrência: a inovação, embora necessária, não é suficiente para desconcentrar mercados altamente oligopolizados. A abertura regulatória proporcionada pelo Banco Central com o Pix reduziu barreiras de entrada, mas não impediu que os incumbentes mantivessem posição de destaque, reforçando a tese de que a inovação pode ser capturada por grandes *players* se não houver vigilância regulatória permanente.⁵⁵

Um impacto concreto do Pix foi a queda na receita obtida com TED e DOC, instrumentos que foram praticamente substituídos pelas transferências instantâneas. Estimativas apontam que os cinco maiores bancos deixaram de arrecadar bilhões de reais em tarifas relacionadas a esses meios tradicionais. Do ponto de vista jurídico, essa alteração implica a necessidade de revisão contratual e regulatória das tarifas bancárias, assim como a adaptação dos modelos de negócios ao novo ambiente normativo criado pelo arranjo Pix.⁵⁶

Assim, há o risco de que a inovação regulatória gere efeitos concentradores, caso não seja acompanhada de políticas de incentivo à pluralidade e de instrumentos de defesa da concorrência.

A dogmática do Direito Econômico alerta que a concentração bancária possui natureza peculiar: pode gerar ganhos de eficiência, mas também riscos sistêmicos e redução da contestabilidade. Como observa Cristina Penido de Freitas, a concorrência bancária não se assemelha à dos mercados de bens, pois envolve externalidades de estabilidade financeira e dependência da confiança dos agentes.⁵⁷ Nesse contexto, a regulação do Pix deve ser compreendida como parte de um arranjo institucional de política concorrencial, no qual o Banco Central atua para equilibrar inovação, inclusão e estabilidade.

52 FONSECA, Alessandra Gonçalves da *et al.* O que a nova forma de pagamento digital (Pix) altera na regulação brasileira e nos contratos com as instituições financeiras? *Revista Avant*, v. 282, 2021.

53 FERREIRA, Alexandre Rebêlo. Arranjo Pix: regulação e concorrência em pagamentos digitais. *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central (PGBC)*, v. 16, n. 1, 2022.

54 CABRAL, César Murilo Nogueira. *O impacto do Pix na dinâmica concorrencial do mercado bancário e de meios de pagamento brasileiro*. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) – Insper, São Paulo, 2024.

55 FONSECA, Alessandra Gonçalves da *et al.* O que a nova forma de pagamento digital (Pix) altera na regulação brasileira e nos contratos com as instituições financeiras? *Revista Avant*, v. 282, 2021.

56 VALOR ECONÔMICO. *Pix e concorrência fazem bancos perder R\$ 5 bi em receita de tarifas*. São Paulo, 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com>.

57 FREITAS, Cristina Penido de. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 8, p. 51-83, 1997.

Por fim, a literatura de Direito Concorrencial tem destacado a importância de mecanismos de *accountability* e transparência regulatória para legitimar a atuação do BC. O acúmulo de funções – regulador, operador e fiscalizador – torna essencial a adoção de instrumentos como *sandbox* regulatório, consultas públicas e diálogo constante com o mercado, de modo a mitigar riscos de captura e assegurar que os ganhos do Pix se convertam em benefícios sociais amplos.⁵⁸

Em síntese, o Pix produziu impactos concorrenciais inegáveis: reduziu tarifas, impulsionou a entrada de novos agentes e modernizou o sistema de pagamentos. Contudo, a preservação da liderança dos grandes bancos e a possibilidade de captura da inovação exigem do regulador atenção constante, reafirmando que a inovação, por si só, não garante a desconcentração de mercado sem uma estrutura regulatória vigilante e pró-competitiva.

3 Centralização estatal, riscos e comparação internacional

A centralização da infraestrutura do Pix sob a gestão do BC trouxe ganhos significativos em eficiência, segurança e padronização, mas também suscitou debates sobre concentração operacional, riscos sistêmicos e o papel do Estado na prestação de serviços essenciais ao mercado financeiro. A análise comparada de modelos adotados em outros países permite avaliar diferentes arranjos institucionais para sistemas de pagamentos instantâneos, destacando seus impactos sobre governança, concorrência, resiliência operacional e inovação.

3.1 Conceito de monopólio estatal e sua relação com o Pix

A análise do Pix como instrumento de política pública não pode prescindir do exame do conceito de monopólio estatal, categoria clássica do Direito Econômico. De acordo com a doutrina, monopólio estatal configura-se quando o Estado concentra em si a titularidade e a execução de determinada atividade econômica, excluindo a atuação de particulares, seja por razões de interesse público, seja por razões estratégicas de segurança ou estabilidade sistêmica.⁵⁹

Tradicionalmente, o ordenamento brasileiro reconheceu monopólios estatais em setores estratégicos, como petróleo, energia e telecomunicações, posteriormente flexibilizados com reformas constitucionais e regulatórias. No setor financeiro, contudo, não se estabeleceu formalmente um monopólio estatal sobre meios de pagamento, mas sim um regime de supervisão e regulação exercido pelo BC. O caso do Pix, portanto, apresenta-se como uma inovação institucional: um arranjo de pagamento de titularidade estatal, instituído por norma infralegal, que confere ao BC não apenas a função de regulador, mas também de operador da infraestrutura.

O fundamento jurídico que viabilizou essa atuação encontra-se no art. 10 da Lei 12.865/2013, segundo o qual “o Banco Central do Brasil poderá, respeitadas as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, estabelecer requisitos para a terceirização de atividades conexas às atividades-fim pelos participantes dos arranjos de pagamento e para a atuação de terceiros como agentes de instituições de pagamento”. A leitura ampliada desse dispositivo permitiu que o BC não

⁵⁸ ANDRADE, Diogo Thomson de; OLIVEIRA, Paulo Henrique de. Integrating competition and industrial policies in Brazil: pathways to foster a dynamic digital economy through antitrust and innovation. *Revista de Defesa da Concorrência*, v. 13, n. 1, p. 57-72, 2025.

⁵⁹ TAUFICK, Roberto *et al.* *Direito Econômico: monopólios e formas de intervenção do Estado na economia*. São Paulo: Atlas, 2014.

se limitasse a regular terceiros, mas avançasse para a instituição de um arranjo próprio – o Pix –, assumindo, assim, um papel inédito de concentração normativa e operacional.⁶⁰

Esse movimento representa uma tensão dogmática relevante. De um lado, ao centralizar a governança do Pix, o BC neutralizou potenciais abusos privados, como o fechamento de redes, a imposição de tarifas anticompetitivas e a exclusão de novos entrantes. De outro, criou-se uma situação peculiar de monopólio estatal de infraestrutura, na qual o regulador concentra poderes normativos, operacionais e sancionadores sobre um mesmo sistema.

Portanto, o Pix pode ser compreendido como exemplo de monopólio estatal regulatório: um modelo em que a concentração de funções no Estado é justificada pelo interesse público (inclusão, universalidade e concorrência), mas que, pela mesma razão, exige vigilância quanto a potenciais riscos de abuso de poder estatal.

3.2 O Banco Central como operador, regulador e garantidor

A configuração institucional do Pix atribui ao BC uma posição inédita no ordenamento jurídico nacional: a acumulação simultânea das funções de instituidor, regulador, operador e garantidor do arranjo. Essa concentração rompe com a lógica tradicional de regulação do SPB, em que a autoridade monetária limitava-se a autorizar e fiscalizar arranjos privados. No caso do Pix, o Estado não apenas regula a atividade dos particulares, mas também atua diretamente como protagonista da operação, assumindo responsabilidades que ultrapassam a fronteira clássica entre regulação e execução.⁶¹

Essa configuração pode ser analisada à luz da doutrina da recusa de contratar e das chamadas *essential facilities*. Trata-se de categoria do Direito da Concorrência aplicável quando determinada infraestrutura, controlada por um agente dominante, se torna indispensável à atuação de concorrentes em mercados a jusante e não é razoavelmente duplicável. Nesse contexto, o debate jurídico não se limita à legitimidade da centralização estatal, mas se desloca para a definição dos deveres de acesso, neutralidade e não discriminação que devem vincular o operador da infraestrutura.⁶²

Como regulador, o BC edita resoluções e circulares que disciplinam a adesão de participantes, os padrões de interoperabilidade, os requisitos de segurança e os deveres de monitoramento. Nesse papel, exerce poder normativo infralegal, orientado pela Lei 12.865/2013, especialmente pelo art. 10, que lhe atribui competência para estabelecer requisitos para a terceirização e atuação de agentes nos arranjos de pagamento. Contudo, a inovação do Pix consistiu em expandir essa competência: de um poder de regular terceiros, o BC passou a instituir um arranjo próprio, o que significa uma leitura extensiva do dispositivo legal.⁶³

Enquanto operador, o Banco Central administra o SPI, que processa ordens de pagamento em liquidação bruta em tempo real, e o DICT, que concentra as chaves de endereçamento. Nessa dimensão, o BC assume papel semelhante ao de um monopólio natural em infraestrutura essencial, já que não há, por razões de eficiência e padronização, multiplicidade de plataformas públicas concorrentes. Essa característica aproxima o Pix de setores tradicionalmente organizados em monopólio regulado, como energia e telecomunicações, nos quais a exclusividade estatal se justifica pela necessidade de universalidade e neutralidade.⁶⁴

60 BRASIL. Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013. Dispõe sobre arranjos e instituições de pagamento no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro.

61 FERREIRA, Alexandre Rebêlo. Arranjo Pix: regulação e concorrência em pagamentos digitais. Revista da PGBC, v. 16, n. 1, 2022.

62 AREEDA, Phillip; HOVENKAMP, Herbert. *Antitrust Law*. Aspen.

63 BRASIL. Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013. Art. 10. Dispõe sobre arranjos e instituições de pagamento no âmbito do SPB.

64 TAUFICK, Roberto et al. *Direito Econômico: monopólios e formas de intervenção do Estado na economia*. São Paulo: Atlas, 2014.

Como garantidor, o Banco Central assegura a confiabilidade do sistema, ao atuar como última instância de governança. Isso envolve tanto a definição de mecanismos de resolução de falhas quanto a responsabilidade pela manutenção da neutralidade concorrencial. Ao impor a interoperabilidade e a gratuidade para pessoas físicas, o BC utilizou sua posição de garantidor para impor obrigações que dificilmente seriam aceitas em um arranjo privado. Essa função de garantidor é, assim, ao mesmo tempo concorrencial e regulatória, na medida em que evita discriminações entre participantes e amplia a contestabilidade do mercado.⁶⁵

A acumulação dessas funções, no entanto, levanta questões dogmáticas relevantes. No plano do Direito da Concorrência, pode-se argumentar que o BC exerce sobre o Pix um “monopólio estatal de segunda ordem”: não apenas regula o setor, mas controla diretamente a infraestrutura sobre a qual os particulares competem. Esse arranjo gera vantagens óbvias de coordenação e redução de custos de transação, mas também cria riscos de dependência tecnológica, falha sistêmica e abuso informacional.

Por outro lado, a literatura reconhece que esse modelo pode ser compreendido como um monopólio estatal pró-concorrencial. Ao centralizar a infraestrutura, o BC neutralizou práticas excludentes dos grandes bancos, assegurando que *fintechs* e instituições de pagamento menores tivessem acesso ao mesmo sistema em condições de igualdade. Nesse sentido, a governança pública do Pix não se apresentaria como restrição à concorrência, mas como instrumento de fomento regulatório, inserido na política pública de redução da concentração bancária e de promoção da inclusão financeira.⁶⁶

Esse arranjo institucional também suscita uma questão relevante de competência: a delimitação entre a atuação do Banco Central e do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade). Embora o BC detenha expertise técnica e competência regulatória sobre o funcionamento do Pix, isso não implica exclusividade na análise de efeitos concorrenciais. Em hipóteses de condutas com impacto de mercado, como discriminação de acesso, fechamento de ecossistema ou práticas excludentes, o Cade mantém competência para atuação repressiva e preventiva, ainda que em coordenação com o regulador setorial.

Assim, a governança do Pix insere-se em um modelo de competência concorrente e complementar, no qual o Banco Central disciplina o arranjo e o Cade atua como garantidor residual da livre concorrência.⁶⁷

A questão central, portanto, não é a legitimidade da centralização, mas os mecanismos de salvaguarda que garantem que o acúmulo de poderes não resulte em abuso. É indispensável que o modelo seja acompanhado de: i) transparência decisória, mediante consultas públicas e prestação de contas; (ii) *accountability* regulatória, com instâncias de controle externo e interno; e (iii) normas claras sobre proteção de dados e responsabilidade em caso de falhas. Somente assim será possível conciliar o caráter inovador e pró-concorrencial do Pix com os limites constitucionais à intervenção estatal em mercados econômicos.⁶⁸

A centralização das funções de instituição, regulação e operação do Pix no BC deve ser compreendida como uma experiência singular de monopólio estatal regulatório. Essa configuração, embora legitimada pelo interesse público, exige análise dogmática rigorosa, pois concentra em um único ente poderes normativos, operacionais e sancionadores. O Direito Econômico ensina que

65 FONSECA, Alessandra Gonçalves da *et al.* O que a nova forma de pagamento digital (Pix) altera na regulação brasileira e nos contratos com as instituições financeiras? *Revista Avant*, v. 282, 2021.

66 CABRAL, César Murilo Nogueira. *O impacto do Pix na dinâmica concorrencial do mercado bancário e de meios de pagamento brasileiro*. Dissertação (Mestrado) – Insper, São Paulo, 2024.

67 Acordo de Cooperação Técnica BC–CADE (2018).

68 MENEZES, Gabriel Manetti de. *Sistema bancário brasileiro: uma análise concorrencial*. Universidade de São Paulo, 2022.

monopólios estatais são justificáveis quando garantem neutralidade e universalidade, mas precisam de salvaguardas institucionais para evitar abusos e assegurar *accountability*.⁶⁹

Um dos principais riscos é a dependência tecnológica. Por ter se tornado infraestrutura essencial do Sistema de Pagamentos Brasileiro, o Pix apresenta natureza de bem público de alta criticidade. Uma falha sistêmica ou ataque cibernético poderia gerar efeitos cascata em toda a economia, expondo a fragilidade de sistemas centralizados. A ausência de concorrência direta, típica em monopólios naturais, impõe ao regulador a obrigação de garantir eficiência, segurança e transparência no exercício de suas funções.⁷⁰

Outro desafio é a assimetria informacional derivada da centralização de dados no Diretório de Identificadores de Contas Transacionais (DICT). Ao armazenar milhões de chaves Pix vinculadas a contas bancárias, o BC torna-se depositário de informações sensíveis em escala inédita. Sob a perspectiva constitucional, isso tensiona princípios de privacidade e de autodeterminação informacional, demandando salvaguardas jurídicas de proporcionalidade e limites claros para o uso regulatório desses dados.⁷¹

A experiência prática recente reforça tais preocupações. Em 2025, fraude envolvendo a empresa C&M demonstrou como técnicas de engenharia social foram utilizadas para obter credenciais legítimas de clientes, resultando em movimentações fraudulentas. Embora não tenha ocorrido invasão da infraestrutura central, o episódio levantou debates jurídicos sobre a responsabilidade civil dos participantes e sobre a extensão dos deveres de diligência impostos pelo regulador.⁷² Ainda em passado próximo, ataques de hackers que desviaram cerca de R\$ 670 milhões de instituições financeiras – como o HSBC Brasil e a sociedade de crédito Artta –, por meio da empresa Sinquia Digital, expuseram a vulnerabilidade decorrente da dependência de terceiros não regulados em uma infraestrutura crítica. O desligamento da empresa do sistema pelo BC ilustrou a necessidade de aprimorar a regulação da terceirização prevista no art. 10 da Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013.⁷³

Esses episódios recentes de fraudes sistêmicas no Sistema Financeiro Nacional, envolvendo desvio bilionário por meio de invasões coordenadas, expuseram vulnerabilidades que atingiram diretamente instituições inovadoras, como *fintechs*.

O Banco Central reagiu com medidas de reforço à segurança, cujo mérito regulatório foi amplamente reconhecido pelo mercado. Todavia, tais exigências de *compliance* tecnológico e operacional trazem o risco de elevação de custos, criando barreiras adicionais para *fintechs* de menor porte.

Nesse contexto, há uma tendência de reconcentração de mercado: enquanto grandes bancos e *fintechs* capitalizadas conseguem adaptar suas estruturas, *startups* emergentes podem ser excluídas do ambiente competitivo. Essa dinâmica reflete o dilema regulatório clássico: o mesmo movimento que fortalece a resiliência do sistema pode restringir a diversidade de agentes, enfraquecendo os efeitos de inclusão e competição originalmente promovidos por inovações como o Pix.

Esses episódios indicam que, embora o Pix tenha cumprido a função de neutralizar abusos privados, a centralização estatal cria riscos próprios de abuso público. Para enfrentá-los, impõe-se a adoção de salvaguardas institucionais, tais como: (i) governança transparente e participativa, com consultas públicas sobre normas e evoluções do sistema; (ii) garantia de acesso equitativo às funcionalidades,

69 TAUFICK, Roberto *et al.* **Direito Econômico**: monopólios e formas de intervenção do Estado na economia. São Paulo: Atlas, 2014.

70 FERREIRA, Alexandre Rebêlo. **Arranjo Pix**: regulação e concorrência em pagamentos digitais. Revista da PGBC, v. 16, n. 1, 2022.

71 PINHEIRO NETO ADVOGADOS. **O Direito da Concorrência e os limites da intervenção estatal**. São Paulo, 2023.

72 INFO MONEY. **Fraude no Pix**: entenda golpe que desviou R\$ 800 milhões da C&M. São Paulo, 2024. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/brasil/fraude-no-pix-entenda-golpe-que-desviou-r-800-milhoes-da-cm/>. Acesso em: 8 set. 2025.

73 PODER360. **Hackers desviam R\$ 670 milhões de instituições financeiras por meio da Sinquia Digital**. Brasília, 2025. Disponível em: <https://www.poder360.com.br/poder-tech/hackers-desviam-r-670-milhoes-de-instituicoes-financeiras/>. Acesso em: 8 set. 2025.

impedindo discriminações entre instituições de diferentes portes; (iii) mecanismos de prestação de contas que assegurem a *accountability* do BC perante a sociedade e o mercado; e (iv) instâncias de controle externo que fiscalizem a atuação estatal na administração de infraestrutura essencial.

Assim, o Pix deve ser compreendido não apenas como ferramenta de inclusão e inovação, mas também como um teste institucional sobre os limites da centralização estatal. A legitimidade de seu monopólio depende menos de sua eficácia técnica e mais da existência de contrapesos jurídicos e concorrenciais capazes de equilibrar eficiência, estabilidade e preservação da liberdade econômica.

3.3 Exemplos estrangeiros: sistemas de pagamentos instantâneos pelo mundo

O fenômeno dos pagamentos instantâneos não é exclusivo do Brasil. Desde a década de 2010, diversas jurisdições vêm desenvolvendo sistemas de liquidação imediata, com distintos arranjos institucionais e jurídicos. A comparação desses modelos é fundamental para compreender o lugar do Pix no cenário internacional e avaliar suas implicações para a concorrência global.

Para facilitar a análise comparada dos modelos institucionais, apresenta-se a seguir uma síntese das principais características dos sistemas de pagamentos instantâneos em diferentes jurisdições:

Comparação de Governança de Pagamentos Instantâneos				
	 Pix (Brasil)	 FedNow (EUA)	 UPI (Índia)	 TIPS (Zona do Euro)
Operador	Banco Central do Brasil	Federal Reserve	NPCI (RBI supervisiona)	Banco Central Europeu
Governança	Estatal e Centralizada	Mista (pública-privada)	Híbrida (público-privada)	Centralizada no ECB
Participação	Obrigatória	Facultativa	Facultativa	Facultativa
Controle de Acesso	Definido pelo BCB	Definido pelo Fed	Definido pela NPCI/RBI	Definido pelo ECB
Decisão	BCB controla	Fed regula	Compartilhada	ECB define
Modelo de Precificação	Gratuito p/ PF	Tarifas dos Bancos	Baixo Custo	Tarifas do Eurosistema
Inovação	Top-Down do Regulador	Misto	Bottom-Up Privada	Misto

Na Índia, o sistema *Unified Payments Interface* (UPI), lançado em 2016 pelo National Payments Corporation of India (NPCI), tornou-se referência internacional. Diferentemente do Pix, que é de titularidade e operação do BC, o UPI é gerido por uma entidade privada sem fins lucrativos, sob supervisão regulatória do Reserve Bank of India. O UPI se destaca pela abertura à inovação, permitindo a integração de bancos e *fintechs* em uma plataforma comum, o que estimulou a entrada de *bigtechs* como Google Pay e PhonePe, responsáveis por grande parte das transações digitais indianas.⁷⁴

No Reino Unido, o sistema *Faster Payments*, iniciado em 2008, foi estruturado como infraestrutura privada supervisionada pelo Banco da Inglaterra. Embora pioneiro, o modelo britânico apresenta limitações: custos de adesão relativamente elevados e ausência de interoperabilidade obrigatória, o que restringe a participação de instituições menores. Assim, embora tenha promovido maior

⁷⁴ NATIONAL PAYMENTS CORPORATION OF INDIA. *Unified Payments Interface (UPI): Overview*. Mumbai, 2016.

rapidez e eficiência nos pagamentos domésticos, não alcançou a mesma inclusão observada no Brasil e na Índia.⁷⁵

Na União Europeia, o *Target Instant Payment Settlement* (TIPS), lançado em 2018 pelo Banco Central Europeu, é operado de forma centralizada, com liquidação em moeda de banco central em tempo real. Contudo, a adesão ainda é desigual entre os países membros, refletindo barreiras regulatórias e heterogeneidade de mercados. A experiência europeia mostra que a mera existência de infraestrutura pública não garante uso massivo, sendo necessária articulação regulatória e incentivos de mercado.⁷⁶

Nos Estados Unidos, apenas em 2023 foi lançado o FedNow Service, sob responsabilidade do Federal Reserve. O modelo norte-americano busca ampliar a competição frente a arranjos privados dominantes, como a rede Zelle, mas enfrenta resistência de grandes bancos e desafios de interoperabilidade. A demora norte-americana em implantar um sistema estatal reflete a prevalência de uma abordagem de mercado, em contraste com a estratégia brasileira de centralização regulatória.⁷⁷

Essa breve comparação evidencia que o Pix combina elementos distintos: i) centralização estatal, como no TIPS europeu; ii) ampla inclusão, como no UPI indiano; e iii) interoperabilidade obrigatória, ausente no modelo britânico. A peculiaridade brasileira reside no protagonismo do Banco Central, que atua como instituidor, operador e garantidor, conferindo ao arranjo caráter de monopólio estatal pró-concorrencial. Essa configuração posiciona o Pix como referência internacional, frequentemente citado como modelo de política pública de inovação financeira.⁷⁸

O Pix não se limita a um arranjo doméstico; ele projeta efeitos também na concorrência internacional de meios de pagamento. Ao combinar liquidação em tempo real, interoperabilidade obrigatória e gratuidade para pessoas físicas, o sistema brasileiro passou a ser analisado como *benchmark* regulatório em organismos multilaterais e em pesquisas comparadas. A originalidade do modelo reside na centralização estatal, que permite a universalização do acesso, ao mesmo tempo em que elimina práticas excludentes características de arranjos privados internacionais.⁷⁹

Do ponto de vista dos prós, três elementos se destacam. Primeiro, a inclusão financeira: o Pix reduziu barreiras de entrada para *fintechs* e instituições de pagamento, permitindo que novos atores disputassem mercado em condições antes dominadas por oligopólios bancários. Segundo, a redução de custos de transação: ao substituir TEDs e DOCs, o Pix eliminou tarifas que limitavam a circulação de recursos e oneravam consumidores e empresas. Terceiro, a interoperabilidade universal: diferentemente de sistemas internacionais como Zelle, Faster Payments ou mesmo TIPS, o arranjo brasileiro impõe por norma regulatória a obrigatoriedade de aceitação entre instituições, fortalecendo a contestabilidade.

No entanto, os contras também merecem destaque. O primeiro deles é a dependência tecnológica de uma infraestrutura única, operada pelo BC, o que expõe o país a riscos de falha sistêmica e concentra poder informacional no Estado. O segundo é a assimetria internacional: o Pix pode ser percebido como instrumento de favorecimento estatal, despertando críticas de *players* privados internacionais, especialmente no contexto de disputas comerciais. O terceiro é a possibilidade de captura da inovação pelos grandes bancos: embora o arranjo tenha facilitado a entrada de novos agentes, as instituições incumbentes preservaram inicialmente a maior parte dos volumes transacionados, replicando sua posição dominante em ambiente digital.⁸⁰

⁷⁵ UK FINANCE. *Faster Payments Service: Annual Review*. Londres, 2020.

⁷⁶ EUROPEAN CENTRAL BANK. *TARGET Instant Payment Settlement (TIPS): User Guide*. Frankfurt, 2018.

⁷⁷ FEDERAL RESERVE. *FedNow Service: Program Overview*. Washington, 2023.

⁷⁸ FERREIRA, Alexandre Rebêlo. *Arranjo Pix: regulação e concorrência em pagamentos digitais*. Revista da PGBC, v. 16, n. 1, 2022.

⁷⁹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Gestão do Pix*. Brasília: BC, 2023.

⁸⁰ CABRAL, César Murilo Nogueira. *O impacto do Pix na dinâmica concorrencial do mercado bancário e de meios de pagamento brasileiro*. Dissertação (Mestrado) – Insper, São Paulo, 2024.

Sob a ótica jurídica, esse paradoxo revela os limites do que a doutrina chama de monopólio estatal pró-concorrencial. Se, por um lado, o Pix rompeu barreiras de acesso e abriu espaço para novos entrantes, por outro sua centralização estatal gera preocupações sobre governança, *accountability* e legitimidade internacional. A crítica ganha relevância em fóruns multilaterais de comércio, em que a adoção de arranjos públicos nacionais pode ser interpretada como barreira regulatória ao comércio internacional de serviços financeiros.

A literatura recente aponta que o Pix simboliza uma estratégia de soberania digital no Brasil, alinhada a movimentos semelhantes na Índia e na China, onde governos nacionais reforçam o papel do Estado no controle de infraestruturas críticas. Essa postura desafia a lógica de mercado dominante em países como os Estados Unidos, onde a preferência por soluções privadas (ex.: Visa, Mastercard, PayPal, *BigTechs*) é mais evidente. Assim, o Pix não apenas altera a concorrência doméstica, mas também se insere em uma disputa geopolítica internacional sobre quem deve controlar as redes de pagamento globais.⁸¹

3.4 Crises recentes no âmbito internacional, Governo Trump e Brics Pay

O fortalecimento do Pix como referência internacional não ocorreu sem críticas e tensões no cenário externo. Em 2025, durante a administração Trump, o United States Trade Representative (USTR) abriu investigação sobre o sistema brasileiro, questionando se o arranjo poderia constituir barreira regulatória injustificada ao comércio internacional de serviços financeiros. A principal acusação residia na alegação de que, ao instituir um arranjo público gratuito para pessoas físicas e de adesão obrigatória, o Brasil estaria criando um ambiente regulatório que prejudicava empresas privadas internacionais – especialmente as bandeiras globais Visa e Mastercard e plataformas como PayPal – que tradicionalmente exploram esse nicho com modelos tarifários próprios.⁸²

Esse episódio expressa um dilema recorrente do Direito Econômico Internacional: até que ponto Estados podem desenvolver infraestruturas críticas públicas sem violar compromissos multilaterais de concorrência e de comércio? A resposta envolve considerar que a própria Lei 12.865/2013 e a Resolução BCB 1/2020 deram ao Banco Central ampla competência para estruturar arranjos de pagamento de interesse nacional. Todavia, sob a ótica norte-americana, tais medidas podem ser lidas como uma forma de “intervenção distorciva” do mercado, capaz de justificar sanções comerciais no âmbito da OMC. Esse debate ilustra a tensão entre soberania regulatória e liberalização internacional, um dos eixos centrais das discussões sobre o Pix na arena global.

No campo geopolítico, a discussão ganha contornos ainda mais complexos com a criação do BRICS Pay. Trata-se de iniciativa conjunta entre Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul para desenvolver um sistema integrado de pagamentos instantâneos, com liquidação direta entre os países do bloco. Seu objetivo declarado é reduzir a dependência do dólar e das redes de pagamento controladas por *players* ocidentais, fortalecendo a soberania financeira dos países emergentes. Nesse contexto, o Pix é frequentemente citado como modelo bem-sucedido de inclusão e interoperabilidade, servindo como referência para a concepção do arranjo multilateral.

Entretanto, a experiência brasileira também gera dúvidas quanto à exportação desse modelo para um ambiente multinacional. Se no BC ele exerce funções acumuladas de operador, regulador e garantidor, em escala internacional seria necessário definir mecanismos de governança

⁸¹ KRIESE, Michael. *Central Bank Digital Infrastructure and Global Competition*. Frankfurt: Goethe Universität, 2022.

⁸² UNITED STATES TRADE REPRESENTATIVE (USTR). *Report on Trade Barriers in Financial Services*. Washington, 2025.

compartilhada entre diferentes bancos centrais, cada qual com interesses estratégicos distintos. Esse desafio jurídico e político levanta a questão de se um arranjo como o Brics Pay poderia evitar tanto a captura por um único Estado quanto a fragmentação da governança global.⁸³

Portanto, a análise comparada revela que o Pix é simultaneamente símbolo de inovação doméstica e foco de controvérsias internacionais. De um lado, fortalece a inclusão financeira e oferece exemplo para outros países; de outro, gera tensões comerciais (como no caso Trump-USTR) e inspira arranjos geopolíticos alternativos (Brics Pay). Sua trajetória mostra que, no século XXI, sistemas de pagamento instantâneo não são apenas infraestruturas financeiras, mas também instrumentos de poder regulatório e de soberania digital, exigindo soluções jurídicas que conciliem inovação, segurança e cooperação internacional.

Conclusão

A análise desenvolvida ao longo deste trabalho permite confirmar parcialmente a hipótese inicialmente formulada: o Pix representou um marco de abertura concorrencial no sistema financeiro brasileiro, promovendo maior contestabilidade e reduzindo barreiras de entrada. A criação de uma infraestrutura estatal, de adesão obrigatória e interoperabilidade universal, contribuiu para a inclusão de novos atores, como *fintechs* e instituições de pagamento, e reduziu significativamente os custos de transação para usuários. Entretanto, esses efeitos não se mostraram absolutos. Apesar do aumento no número de participantes e da queda das tarifas tradicionais, os grandes bancos mantiveram posição dominante em volume de operações, demonstrando que a simples inovação regulatória não basta para reconfigurar estruturas de mercado historicamente concentradas. Desse modo, confirma-se que o Pix promoveu maior competição, mas seus impactos permanecem mitigados pela ausência de reformas complementares, especialmente a consolidação do Open Finance e a integração com outras iniciativas de inovação financeira.

Ao mesmo tempo em que abriu espaço para maior concorrência, o Pix também revelou novos desafios regulatórios. A centralização da infraestrutura no Banco Central trouxe ganhos de neutralidade e universalidade, mas gerou riscos inerentes à concentração estatal: dependência tecnológica excessiva, possibilidade de falhas sistêmicas de grande repercussão e acúmulo de informações sensíveis em escala inédita. A ausência de contrapesos institucionais robustos pode transformar o arranjo em instrumento de vigilância desproporcional, deslocando o problema do abuso privado para o risco de abuso público.

Nesse contexto, a experiência do Pix indica que o futuro da concorrência no sistema financeiro brasileiro exige a adoção de políticas públicas complementares. Entre elas, destacam-se o fortalecimento da governança regulatória, com maior transparência na evolução do arranjo e mecanismos de controle externo independentes; o incentivo à inovação aberta, por meio da integração efetiva entre Pix, Open Finance e sandbox regulatórios, ampliando o espaço para novos modelos de negócio; e a implementação de monitoramento antitruste contínuo, capaz de identificar e coibir práticas de reconcentração de mercado, garantindo que os ganhos concorrenciais se consolidem ao longo do tempo.

Diante desse cenário, impõe-se refletir sobre o próximo passo institucional do Pix. Duas alternativas se apresentam. A primeira consiste na edição de uma lei ordinária específica que

83 BRICS. *Concept Note on BRICS Pay*. Brasília: Secretaria de Assuntos Econômicos, 2025.

estabeleça princípios gerais de governança da infraestrutura, incluindo critérios de acesso, transparência decisória, mecanismos de revisão e salvaguardas contra discriminação.

A segunda alternativa reside no fortalecimento do modelo atual, por meio do aperfeiçoamento contínuo da regulação infralegal e dos instrumentos de *accountability* já existentes. Embora o modelo vigente demonstre elevada capacidade adaptativa, a crescente centralidade econômica do Pix sugere que a consolidação de garantias concorrenciais em nível legal pode contribuir para reduzir riscos de concentração decisória e reforçar a legitimidade institucional do arranjo. Nesse sentido, o desafio não é substituir o modelo atual, mas densificar seus mecanismos de controle e neutralidade, assegurando que a centralização estatal continue a operar em favor da concorrência.

Em síntese, o Pix constitui um caso paradigmático de inovação regulatória com efeitos concorrenciais positivos, mas condicionados. Sua legitimidade e eficácia futura dependerão menos de sua dimensão técnica e mais da capacidade do Estado brasileiro de equilibrar eficiência, estabilidade e concorrência, assegurando que a centralização estatal não se converta em um obstáculo à pluralidade e à inovação no setor financeiro.

Referências

ANDRADE, Diogo Thomson de; OLIVEIRA, Paulo Henrique de. Integrating competition and industrial policies in Brazil: pathways to foster a dynamic digital economy through antitrust and innovation. **Revista de Defesa da Concorrência**, v. 13, n. 1, p. 57-72, 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Agenda BC#**. Brasília, 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Comunicado 36.927, de 21 de dezembro de 2020**. Estabelece diretrizes para a evolução do Pix. Brasília: BC, 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária 2018**. Brasília: BC, 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2018.pdf. Acesso em: 10 ago. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária 2019**. Brasília: BC, 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Gestão do Pix**. Brasília: BC, 2023. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/pix/relatorio_de_gestao_pix/relatorio_gestao_pix_2023.pdf. Acesso em: 9 set. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução BCB 1, de 12 de agosto de 2020**. Institui o Regulamento do Pix. Brasília: BC, 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução BCB 142, de 9 de setembro de 2021**. Dispõe sobre o Pix Saque e o Pix Troco. Brasília: BC, 2021.

BRASIL. **Lei 8.078, de 11 de setembro de 1990 (Código de Defesa do Consumidor)**.

BRASIL. **Lei 12.414, de 9 de junho de 2011**. Dispõe sobre o cadastro positivo. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112414.htm. Acesso em: 10 ago. 2025.

BRASIL. **Lei 12.529, de 30 de novembro de 2011**. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência.

BRASIL. **Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013**. Dispõe sobre arranjos e instituições de pagamento no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro. Diário Oficial da União, Brasília, 2013.

BRICS. **Concept Note on BRICS Pay**. Brasília: Secretaria de Assuntos Econômicos, 2025.

CABRAL, César Murilo Nogueira. O impacto do Pix na dinâmica concorrencial do mercado bancário e de meios de pagamento brasileiro. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) – **Insper**, São Paulo, 2024.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA – CADE. **Guia de análise de condutas unilaterais**. Brasília, 2016. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-condutas-unilaterais.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2025.

DANTAS, L.; MEDEIROS, M.; CAPELLETTO, L. Concorrência bancária no Brasil: diagnóstico e desafios. **IPEA**, Brasília, 2012. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1730.pdf. Acesso em: 10 ago. 2025.

ELEUTÉRIO, Ricardo Lerche; ROMERO, Gustavo; SILVAN, Adailton João. A reestruturação do sistema financeiro brasileiro com a introdução do Pix. **Revista Ensino, Educação & Ciências Exatas**, v. 05, p. 325-331, 2024.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **Target Instant Payment Settlement (TIPS): User Guide**. Frankfurt, 2018.

FEDERAL RESERVE. **FedNow Service: Program Overview**. Washington, 2023.

FERREIRA, Alexandre Rebêlo. Arranjo Pix: regulação e concorrência em pagamentos digitais. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central (PGBC)**, v. 16, n. 1, p. 101-104, 2022.

FONSECA, Alessandra Gonçalves da *et al.* O que a nova forma de pagamento digital (Pix) altera na regulação brasileira e nos contratos com as instituições financeiras? **Revista Avant**, v. 282, 2021.

FREITAS, Cristina Penido de. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 8, p. 51-83, 1997.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. 19. ed. São Paulo: Malheiros, 2020.

INFO MONEY. **Fraude no Pix: entenda golpe que desviou R\$ 800 milhões da C&M**. São Paulo, 2024.

KRETZER, R. **Reforma do Sistema Financeiro Nacional: efeitos e desafios**. Brasília: IPEA, 1996.

KRIESE, Michael. **Central Bank Digital Infrastructure and Global Competition**. Frankfurt: Goethe Universität, 2022.

MENEZES, Gabriel Manetti de. Sistema bancário brasileiro: uma análise concorrencial. **Universidade de São Paulo**, 2022.

NATIONAL PAYMENTS CORPORATION OF INDIA. **Unified Payments Interface (UPI): Overview**. Mumbai, 2016.

PEREIRA, Rayan *et al.* O impacto das *fintechs* e do Pix no atendimento às pessoas jurídicas. **Revista Pesquisa Qualitativa**, São Paulo, v. 13, n. 33, p. 49-77, 2025.

PEREIRA, Samara Rodrigues. Concorrência e competitividade no setor bancário: o que mudou com a chegada das *fintechs*? TCC – **Universidade Federal de Viçosa**, 2022.

PINHEIRO NETO ADVOGADOS. **O Direito da Concorrência e os limites da intervenção estatal**. São Paulo, 2023.

PODER360. **Hackers desviam R\$ 670 milhões de instituições financeiras por meio da Sinqia Digital**. Brasília, 2025.

POSSAS, M. L. **Concorrência e mercados no capitalismo contemporâneo**. São Paulo: Hucitec, 1993.

TAUFICK, Roberto *et al.* **Direito Econômico: monopólios e formas de intervenção do Estado na economia**. São Paulo: Atlas, 2014.

UK FINANCE. **Faster Payments Service: Annual Review**. Londres, 2020.

UEDA, Marcos Filipe Sussumu. Desafios regulatórios no setor financeiro. **Revista de Defesa da Concorrência**, v. 11, n. 2, p. 143-171, 2023.

UNITED STATES TRADE REPRESENTATIVE (USTR). **Report on Trade Barriers in Financial Services**. Washington, 2024.

VALOR ECONÔMICO. **Pix e concorrência fazem bancos perder R\$ 5 bi em receita de tarifas**. São Paulo, 2023.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia: princípios básicos**. 9. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

Parecer 452/2025-BCB/PGBC

O parecer fornece subsídios técnicos e jurídicos para atualizar a cartilha “*Segurança Jurídica do Investidor Estrangeiro no Brasil*”, especialmente após as mudanças trazidas pela Lei 14.286/2021. Ele esclarece o novo marco regulatório do capital estrangeiro e orienta a AGU quanto às normas atuais sob competência do Banco Central.

Maria Beatriz de Oliveira Fonseca

Procuradora do Banco Central

José de Lima Couto Neto

Procurador-Chefe do Banco Central

Parecer Jurídico 452/2025-BCB/PGBC
PE 285509

Brasília (DF), 29 de abril de 2025.

Ementa: Consultoria em Regulação do Sistema Financeiro. Ofício nº 01961/2025/PGU/AGU, de 4 de abril de 2025, do Núcleo de Controvérsias de Direito Internacional no Brasil da Procuradoria Nacional da União de Assuntos Internacionais (PNAI/NUINT), integrante da Procuradoria-Geral da União (PGU) da Advocacia-Geral da União (AGU), dirigido ao Departamento de Consultoria Legal e Representação Extrajudicial (DPG-1) da Procuradoria-Geral do Banco Central (PGBC). Solicitação de subsídios técnicos e jurídicos para a atualização da Cartilha “Segurança Jurídica do Investidor Estrangeiro no Brasil”, produzida pela PNAI/PGU/AGU, no que tange aos tópicos pertinentes à atuação temática da PGBC. Necessidade de atualização da cartilha em virtude da edição da Lei nº 14.286, de 29 de dezembro de 2021, que modernizou e simplificou o regime jurídico do mercado de câmbio, dos capitais internacionais no País e dos capitais brasileiros no exterior. Regulamentação do Banco Central do Brasil (BCB) atualizada a partir do novo marco legal. Prazo para resposta até 30 de abril de 2025. Pronunciamento ostensivo ou não sujeito a restrição de acesso.

Senhor Procurador-Chefe,

ASSUNTO

Cuida-se do Ofício nº 01961/2025/PGU/AGU, de 4 de abril de 2025, do Núcleo de Controvérsias de Direito Internacional no Brasil da Procuradoria Nacional da União de Assuntos Internacionais (PNAI/NUINT), integrante da Procuradoria-Geral da União (PGU) da Advocacia-Geral da União (AGU), dirigido ao Departamento de Consultoria Legal e Representação Extrajudicial (DPG-1) da Procuradoria-Geral do Banco Central (PGBC). O referido ofício (doc. 2) encaminha a Nota Jurídica nº 00583/2025/PGU/AGU (doc. 3), na qual solicitam-se subsídios técnicos e jurídicos para a atualização da Cartilha “*Segurança Jurídica do Investidor Estrangeiro no Brasil*”, produzida pela PNAI/PGU/AGU, no que tange aos tópicos pertinentes à atuação temática da PGBC.

2. A Nota Jurídica assinala que a AGU tem a intenção de atualizar a cartilha elaborada no ano de 2018 para que seja entregue aos órgãos interessados da Administração Pública, com posterior tradução para a língua inglesa. A cartilha tem por objetivo “*demonstrar os principais marcos normativos pátrios no tocante à regulação do investimento estrangeiro no Brasil de modo a (i) facilitar o acesso da informação aos investidores estrangeiros e (ii) explicar os mecanismos existentes no ordenamento doméstico que visam garantir segurança jurídica ao capital estrangeiro investido no país*”.

3. Para isso, a PGU solicita subsídios técnicos e jurídicos junto às consultorias jurídicas dos órgãos cujas atribuições estão relacionadas aos tópicos da cartilha, conforme distribuição feita ao final da manifestação. Requer-se que as consultorias jurídicas assinaladas:

¹ Disponível em: <https://www.gov.br/agu/pr-br/assuntos-1/Publicacoes/cartilhas>.

(i) descrevam e expliquem, nas áreas que lhes competem, eventuais mudanças no quadro normativo ocorridas após a elaboração da cartilha;

(ii) enviem informações sobre outros tópicos de suas áreas que não constam na cartilha, mas que consideram relevantes para inclusão sob o prisma da segurança jurídica do investidor;

(iii) enviem informações sobre eventuais distinções ou discriminações de tratamento normativo entre investidores estrangeiros e investidores nacionais.

4. Para a PGBC, foram designados os seguintes tópicos da cartilha:

PARTE I – CONCEITOS GERAIS

1. INVESTIMENTO ESTRANGEIRO E FORMAS DE IED NO BRASIL

2. INVESTIDOR ESTRANGEIRO

PARTE II – MARCO NORMATIVO DO INVESTIMENTO ESTRANGEIRO (...) 4.
MARCO NORMATIVO NACIONAL

4.1. Ingresso do capital estrangeiro no Brasil

4.1.1. Mercado oficial de câmbio

4.1.2. Registro do capital estrangeiro

4.1.3. Reinvestimento de lucros pelo investidor estrangeiro

5. A PGU indica como prazo para resposta o dia **30 de abril de 2025**. Além disso, solicita a indicação de ponto focal em cada consultoria jurídica para acompanhar a demanda e participar de reunião virtual. A diligência foi cumprida pela PGBC, conforme doc. 6 do presente processo eletrônico (PE).

6. Vieram então os autos para apreciação.

APRECIAÇÃO

7. No que diz respeito às matérias de competência do Banco Central do Brasil (BCB), mostra-se realmente necessária a atualização da cartilha elaborada no ano de 2018. Isso porque a legislação a respeito do mercado de câmbio, de capitais estrangeiros no Brasil e de capitais brasileiros no exterior sofreu extensa reformulação em virtude da entrada em vigor da **Lei nº 14.286, de 29 de dezembro de 2021**, que teve por objetivo modernizar, simplificar e trazer maior segurança jurídica ao tratamento desses temas.

8. Passo, assim, à explicação das pertinentes atualizações do conteúdo da cartilha, seguindo os critérios da Nota Jurídica nº 00583/2025/PGU/AGU.

Parte I – Conceitos Gerais

1. Investimento estrangeiro e formas de IED no Brasil

9. De acordo com o conceito trazido pelo art. 8º da Lei nº 14.286, de 2021, **capitais estrangeiros no País**² são “os valores, os bens, os direitos e os ativos de qualquer natureza detidos no território nacional por não residentes.”³ A mesma lei traz as definições de “residente” e “não residente” no seu art. 1º, parágrafo único, em que se conceitua o **não residente** como “a pessoa física ou jurídica residente, domiciliada ou com sede no exterior.”⁴ Registro que os dispositivos que tratam de capital estrangeiro na Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, mencionada na cartilha atual, foram **revogados** pela nova lei.

10. O art. 9º da Lei nº 14.286, de 2021, determina que “ao capital estrangeiro no País será dispensado tratamento jurídico idêntico ao concedido ao capital nacional em igualdade de condições”.

11. A Lei nº 14.286, de 2021, dá ao **BCB** competências regulatórias e fiscalizatórias em relação aos capitais estrangeiros no País, dentre elas: regular e monitorar os capitais estrangeiros quanto a seus fluxos e estoques (art. 10, I); estabelecer procedimentos para as remessas referentes ao capital estrangeiro no País, observadas a legislação, a fundamentação econômica das operações e as condições usualmente observadas nos mercados internacionais (art. 10, II); e requisitar informações sobre os capitais estrangeiros, seja para fins de monitoramento, seja para fins de compilação das estatísticas econômicas oficiais (arts. 10, III, e II).

12. Com base nessas competências legais, o BCB editou normas que regulam o capital estrangeiro no Brasil sob três formas: **crédito externo**, **investimento estrangeiro direto (IED)** e **investimento de não residente nos mercados financeiro e de valores mobiliários** – neste último caso, agindo em conjunto com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Não há necessidade de exame ou autorização prévia do BCB para realização dos respectivos ingressos e remessas em qualquer das modalidades de capitais estrangeiros.

13. A **Resolução BCB nº 278, de 31 de dezembro de 2022**⁵ trata dos capitais estrangeiros do País sob a forma de IED e de crédito externo⁶. Ela define **IED** como a “participação direta de não residente no capital social de sociedade no País, ou outro direito econômico de não residente no País derivado de ato ou contrato sempre que o retorno desse investimento dependa dos resultados do negócio” (art. 2º, V).

2 Os capitais estrangeiros representam uma das duas modalidades do que se chama de “capitais internacionais”: capitais estrangeiros no País e capitais brasileiros no exterior (CBE).

3 Adicionalmente, há situações em que, considerada a natureza das operações, capitais de não residentes mantidos no exterior em favor de residentes são equiparados a capitais estrangeiros no País, a exemplo de empréstimos a residentes desembolsados no exterior.

4 Os conceitos de residente e não residente foram destrinchados pela Resolução BCB nº 280, de 31 de dezembro de 2022, que regulamentou o art. 1º da Lei nº 14.286, de 2021.

5 Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=278>.

6 O crédito externo, não contemplado pelo conteúdo da cartilha, é o “compromisso financeiro, mesmo no caso em que os recursos não ingressem no País, assumido por residente que tenha como credor um não residente em razão de:

a) empréstimo direto;

b) emissão de título no mercado internacional;

c) emissão de títulos de colocação privada no mercado interno;

d) financiamento;

e) importação financiada de bens ou serviços;

f) recebimento antecipado de exportação, entendido como a captação de recursos externos em adiantamento a futuras exportações de bens ou serviços que serão realizadas em pagamento à dívida contraída” (art. 2º, I, da Resolução BCB nº 278, de 2022).

14. Já o investimento de não residente nos mercados financeiro e de valores mobiliários, também chamado de investimento de não residente em portfólio, é atualmente disciplinado pela **Resolução Conjunta nº 13, de 3 de dezembro de 2024**⁷, editada pelo BCB e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Destaco o art. 5º da norma conjunta, que traz regra alinhada ao art. 9º da Lei nº 14.286, de 2021:

“Art. 5º O investimento de não residente no mercado financeiro e no mercado de valores mobiliários deve ser realizado nos mesmos instrumentos financeiros e modalidades disponíveis ao investidor residente, com equivalentes exigências cadastrais e de limites operacionais, observadas a limitação de ambiente de negociação e outras expressas na regulamentação.”

15. Observo que a definição do investimento em portfólio da cartilha possui algumas imprecisões. O investimento em portfolio – no contexto dos capitais estrangeiros no país – é o investimento de não residente no mercado financeiro e no mercado de valores mobiliários, inclusive por meio do mecanismo de *Depositary Receipts*⁸. Ele é realizado não apenas por fundos de investimento como afirma a cartilha, mas por qualquer investidor não residente, entendido como “a pessoa natural ou jurídica, os fundos e outros veículos de investimento coletivo, na qualidade de investidor individual ou coletivo” (art. 2º, I, da Resolução Conjunta nº 13, de 2024). Os limites operacionais devem ser os mesmos exigidos para os investidores residentes, como estabelece o citado art. 5º, consoante as regras aplicáveis ao respectivo ambiente de negociação.

16. Anoto, por fim, que é juridicamente mais preciso dizer que o investimento em portfólio representa investimentos em ativos financeiros e valores mobiliários, e não apenas em ativos financeiros. Os ativos financeiros e os valores mobiliários negociados devem, de acordo com sua natureza, estar escriturados, custodiados, registrados ou depositados em instituições autorizadas à prestação desses serviços.

2. Investidor estrangeiro

17. A Resolução Conjunta nº 13, de 2024, revogou a Resolução nº 4.373, de 29 de setembro de 2014, citada no tópico I.2 da cartilha, promovendo a simplificação de procedimentos para o investidor não residente em portfólio. Como já assinalado, para fins da norma de investimento estrangeiro em portfolio, o investidor não residente é a pessoa natural ou jurídica, os fundos e outros veículos de investimento coletivo, na qualidade de investidor individual ou coletivo, que tenham residência, domicílio ou sede no exterior (art. 3º, I, da Resolução Conjunta 13, de 2024, combinado com o art. 1º, parágrafo único, da Lei nº 14.286, de 2021).

18. Para investir no mercado financeiro e no mercado de valores mobiliários no País, o investidor não residente deve, como regra geral, constituir um ou mais representantes no Brasil e obter registro na CVM (art. 6º da Resolução Conjunta nº 13, de 2024). Essas exigências não se aplicam ao investimento feito por meio de *Depositary Receipts*.

7 Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidade/financeira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20Conjunta&numero=13>.

8 *Depositary Receipts* são certificados emitidos por instituições depositárias no exterior representativos de ativos emitidos por determinadas sociedades e fundos de investimento do Brasil, descritos no art. 18 da Resolução Conjunta nº 13, de 2024. Eles são uma forma de investimento externo em ativos brasileiros sem a necessidade de participação nos mercados em que esses ativos são diretamente negociados.

19. No intuito de simplificar o investimento em portfólio, a norma conjunta trouxe outros casos de dispensa do cumprimento desses requisitos, em especial quando os investimentos são feitos a partir de contas de não residentes em reais mantidas no País, nos termos dos arts. 14 e 16⁹. Dessa forma, os recursos próprios mantidos por pessoa natural em contas de depósito e de pagamento pré-paga em reais mantidas no País por não residentes podem ser destinados para aplicações em ativos financeiros ou em valores mobiliários sem a exigência de constituição prévia de representante e de registro na CVM, funcionando nos mesmos moldes das contas de residentes. No caso das pessoas jurídicas, a aplicação em valores mobiliários dos recursos próprios mantidos nessas contas ainda requer a constituição de representante e de registro na CVM, mas são dispensados tais requerimentos quando aplicados os recursos em ativos financeiros.

20. Já a norma que trata de IED não traz definição de investidor, já que seus comandos se direcionam ao receptor¹⁰ do investimento externo, responsável pela prestação de informações ao BCB. Assim, cabe ao receptor inserir as informações referentes ao IED nos sistemas do BCB, inclusive a identificação do investidor não residente.

Parte II – Marco normativo do investimento estrangeiro (...)

4. Marco Normativo Nacional

4.1 Ingresso do capital estrangeiro no Brasil

21. O marco legal do capital estrangeiro no país deixou de ser a Lei nº 4.131, de 1962, chamada na cartilha de “Lei de Remessa de Lucros”, e passou a ser a mencionada Lei nº 14.286, de 2021. A nova lei de câmbio e de capitais internacionais também revogou os dispositivos contidos na Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que conferiam ao Conselho Monetário Nacional (CMN) competência para baixar normas que regulassem as operações de câmbio e para exercer as atribuições de caráter normativo previstas na legislação cambial.

9 “Art. 14. Os investimentos de não residente pessoa jurídica em ativos financeiros efetuados a partir de conta de não residente em reais mantida no País, de sua própria titularidade, não se sujeitam ao disposto no art. 6º.

Parágrafo único. O disposto no caput não se aplica a valores mobiliários sujeitos ao disposto na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

(...)

Art. 16. Para os fins de que trata esta Resolução Conjunta, os investimentos de não residente pessoa natural no mercado financeiro e no mercado de valores mobiliários são dispensados dos seguintes requerimentos de que trata o art. 6º:

I - de constituição de representante, nos seguintes casos:

a) nas aplicações em valores mobiliários, inclusive a partir de conta de não residente em reais mantida no País, de sua própria titularidade, com utilização de recursos próprios;

b) nas aplicações em ativos financeiros a partir de conta de não residente em reais mantida no País, de sua própria titularidade, com utilização de recursos próprios; e

c) nas aplicações em ativos financeiros não efetuadas a partir de conta de não residente em reais mantida no País, de sua própria titularidade, com utilização de recursos próprios, para o total de aportes mensais de até R\$2.000.000,00 (dois milhões de reais) por meio de cada intermediário; e

II - de registro do investidor na Comissão de Valores Mobiliários, observados os requisitos cadastrais estabelecidos por aquela Comissão.

§ 1º Os investimentos direcionados ao Programa Tesouro Direto devem adicionalmente seguir os procedimentos específicos e limites definidos pela regulamentação que disciplina esse programa.

§ 2º Compete a cada intermediário o controle individualizado por investidor dos ingressos e das remessas realizadas ao amparo deste artigo, inclusive quanto à limitação das transferências financeiras aos valores do saldo do investimento do não residente.”

10 O receptor é “qualquer entidade constituída ou organizada no País conforme a legislação brasileira aplicável, com ou sem fins lucrativos, com ou sem personalidade jurídica, incluindo qualquer corporação, sociedade, parceria, empresário individual, consórcio e sociedade em conta de participação” (art. 2º, XI, da Resolução BCB nº 278, de 2022).

22. Com isso, o CMN deixou de deter a competência precípua para a regulação do mercado de câmbio e de capitais internacionais. Pelo novo marco regulatório, **o CMN é responsável por estabelecer as diretrizes** para as operações no mercado de câmbio, mas as **normas substanciais são editadas pelo BCB**, observadas essas diretrizes.

23. A partir da nova distribuição de competências legais, o BCB aprovou a citada Resolução BCB nº 278, de 2022, sobre capital estrangeiro (crédito externo e IED), revogando as resoluções do CMN e normas do BCB que dispunham sobre a matéria. É pertinente, para fins de atualização desse ponto da cartilha, mencionar a exposição contida no voto do BCB¹¹ que fundamentou a edição da resolução BCB. O voto traça um panorama da evolução da regulação sobre capital estrangeiro do Brasil, com crescente foco em produção de estatísticas em substituição ao controle de capitais:

“5. Os dispositivos legais em vigor sobre capital estrangeiro no Brasil, notadamente a Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, que serão revogados com a entrada em vigor da Lei nº 14.286, de 2021, em 31 de dezembro de 2022, foram estruturados ao longo de períodos de graves desequilíbrios no balanço de pagamentos brasileiro e de diferentes níveis de desenvolvimento e de inserção internacional da economia brasileira. A Lei nº 4.131, de 1962, instituiu no Banco Central do Brasil serviço especial de registro dos capitais estrangeiros, qualquer que fosse a sua forma de ingresso no País. Durante muito tempo, a política regulatória dispensada ao capital estrangeiro tinha por base a efetivação de seu registro e a fiscalização de seus fluxos e estoques sob a ótica do controle de divisas frente aos compromissos internacionais do País e do cumprimento das obrigações tributárias. Com a superação das vulnerabilidades externas e o maior desenvolvimento e internacionalização da economia brasileira, o antigo controle do capital estrangeiro foi substituído pela ótica da melhoria das informações estatísticas para os fins das competências do BCB, incluindo o acompanhamento dos fluxos e estoques de capitais estrangeiros. Permaneceram, no entanto, algumas amarras e fricções, a exemplo do registro obrigatório de todo capital estrangeiro ingressado no Brasil, independentemente do valor.

6. Com a nova Lei, pautada com objetivos de modernização, simplificação e fortalecimento da segurança jurídica para as operações de capital estrangeiro, será possível a realização de operações de forma mais transparente, com menor grau de burocracia e de forma aderente aos melhores padrões internacionais, como aqueles estabelecidos pela Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), conciliando-se as necessidades de supervisão, monitoramento e produção de estatísticas do BCB com aumento de eficiência para o mercado e facilitação dos investimentos estrangeiros no País.” (Destacamos.)

24. Em decorrência da modernização trazida pela nova lei, a Resolução BCB nº 278, de 2022, e a Resolução Conjunta nº 13, de 2024, trazem aprimoramentos em relação ao investimento estrangeiro no país, como a fixação de regras mais simples e exclusão de requerimentos não necessários. Dentre as regras em vigor, destaco que as operações devem observar a legalidade, a fundamentação econômica e a compatibilidade com as condições usualmente observadas nos mercados internacionais. A documentação referente às operações deve ser mantida pelo prazo de 10 (dez) anos. A par disso, não há limitações ao fluxo e aos estoques de capital estrangeiro no país.

11 Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Votos/BCB/2022242/Voto_do_BC_242_2022.pdf

4.1.1 Mercado oficial de câmbio

25. A partir das mudanças no marco normativo, o mercado de câmbio passou a ser **regulado pelo BCB, observadas as diretrizes estabelecidas pelo CMN**. As diretrizes do CMN para a realização das operações no mercado de câmbio estão atualmente previstas na Resolução CMN nº 5.042, de 25 de novembro de 2022¹². Já as normas do BCB que disciplinam o mercado de câmbio e o ingresso no País e a saída do País de valores em reais e em moeda estrangeira estão contidas na Resolução BCB nº 277, de 31 de dezembro de 2022¹³.

26. Ressalto que os dispositivos da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que tratavam do acesso de empresas de capital estrangeiro ao sistema financeiro nacional, incluindo a limitação em períodos de desequilíbrio financeiro, **foram revogados pela Lei nº 14.286, de 2021**. Essa limitação fazia sentido na época de prevalência do controle de capitais que, como descreve o voto mencionado supra, não mais pauta a regulação do capital estrangeiro no Brasil.

27. Como dispõe a nova lei de câmbio, as operações no mercado de câmbio podem ser realizadas livremente, sem limitação de valor, observadas a legislação, as diretrizes estabelecidas pelo CMN e a regulação editada pelo BCB.

28. As operações no mercado de câmbio devem ser feitas por instituições autorizadas pelo BCB a operar nesse mercado. Não há restrição às transferências financeiras do e para o exterior, as quais são conduzidas diretamente na rede autorizada, sem interferência do BCB.

29. As instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio podem, ainda, manter **contas em reais de titularidade de não residentes**, regidas pelos arts. 67 e 68 da Resolução BCB nº 277, de 2022. Essas contas, como já mencionamos, podem ser utilizadas pelos não residentes para realização de investimentos no País. Pelas normas do BCB, as condições para abertura, manutenção e encerramento das contas em reais dos não residentes foram equiparadas às das contas dos residentes.

4.1.2 Registro do capital estrangeiro

30. As regras a respeito do antigo registro de capital estrangeiro também sofreram grandes mudanças com a entrada em vigor da Lei nº 14.286, de 2021, que revogou os dispositivos da Lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006, e da Lei nº 4.131, de 1962, que tratavam desse registro. Com a nova lei e a regulamentação do BCB dela decorrente, a antiga exigência de **registro do capital estrangeiro** deixou de existir e foi substituída pela ideia de **prestação de informações**.

31. O recebimento dessas informações tem por propósito o acompanhamento dos fluxos de ingresso e saída desses capitais, assim como a permanente avaliação dos seus estoques – variáveis essenciais para a antecipação de potenciais riscos e melhor formulação de políticas macroeconômicas e setoriais. As informações também permitem ao BCB cumprir suas competências relacionadas à divulgação de estatísticas.

¹² Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5042>.

¹³ Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=277>.

32. Para as operações de crédito externo e IED, a prestação de informações ao BCB passou a ser exigida apenas para um conjunto limitado de operações, considerando faixas de valores e condições específicas, previstas na Resolução BCB nº 278, de 2022. Foram utilizados critérios de proporcionalidade para estabelecer os requerimentos de prestação de informações, considerando, para tanto, os valores, as características e as finalidades das operações. A prestação de informações é realizada por meio dos Sistemas de Prestação de Informações de Capital Estrangeiro de Crédito Externo (SCE-Crédito) e de Investimento Estrangeiro Direto (SCE-IED)¹⁴.

33. Especificamente para o IED, o receptor do investimento deve prestar informações periodicamente nas seguintes situações: ativos totais de valor igual ou superior a trezentos milhões de reais para as declarações trimestrais; ativos totais de valor igual ou superior a cem milhões de reais para as declarações anuais; e ativos totais de valor igual ou superior a cem mil reais para as declarações quinquenais.

34. Além das declarações periódicas, devem ser prestadas informações em caso de transferências financeiras decorrentes de IED iguais ou superiores a cem mil dólares – que são automaticamente capturadas do Sistema Câmbio, sistema de registro de operações de câmbio, quando envolverem esse tipo de operação. As informações de IED também devem ser prestadas quando houver outros tipos de movimentações – sem transferência financeira – iguais ou superiores a cem mil dólares, como no investimento estrangeiro realizado por meio de transferência de bens¹⁵.

35. A nova regulamentação representou o fim da exigência da prestação de informações ao BCB de contratos entre residentes e não residentes referentes ao uso ou cessão de patentes, de marcas de indústria ou de comércio, fornecimento de tecnologia, bem como os relacionados à prestação de serviços técnicos e assemelhados, ao arrendamento mercantil operacional externo e ao aluguel e afretamento.

36. Em relação ao investimento em portfólio, a Resolução Conjunta nº 13, de 2024, **acabou com a exigência de Registro Declaratório Eletrônico (RDE-Portfólio)**. Dessa forma, o investimento estrangeiro no mercado financeiro e no mercado de valores mobiliários não requer declaração em sistema específico, uma vez que as informações a eles referentes são capturadas dos sistemas de custódia e de registro centralizado dos ativos negociados nesses mercados.

14 Disponíveis em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/capitaisestrangeiros>.

15 “Art. 32. A prestação de informações de operações de investimento estrangeiro direto deve ser realizada pelo responsável quando:

I - ocorrer transferência financeira, inclusive movimentação de recurso de interesse de terceiro em conta de não residente em reais, relacionada a investidor não residente de valor igual ou superior a US\$100.000,00 (cem mil dólares dos Estados Unidos da América) ou seu equivalente em outras moedas;

II - ocorrer movimentação, nos casos previstos no art. 36, de valor igual ou superior a US\$100.000,00 (cem mil dólares dos Estados Unidos da América) ou seu equivalente em outras moedas; ou (...).

Art. 35. As transferências financeiras, inclusive movimentação de recurso de interesse de terceiro em conta de não residente em reais, decorrentes do investimento estrangeiro direto são capturadas automaticamente pelo SCE-IED, tendo por base as informações disponíveis no Sistema Câmbio, nos casos de:

I - ingresso de moeda; e

II - remessa ao exterior de lucros e dividendos, de juros sobre o capital próprio e de retorno de capital.

Art. 36. A movimentação decorrente do investimento estrangeiro direto deve ser informada em até 30 (trinta) dias de sua ocorrência, nos casos de:

I - capitalização por meio de ativos tangíveis, intangíveis ou por meio de ativos virtuais;

II - conversão em investimento de direitos remissíveis para o exterior não informado como crédito externo;

III - (Revogado, a partir de 1º/10/2024, pela Resolução BCB nº 410, de 11/9/2024.)

IV - conferência internacional de quotas ou ações;

V - (Revogado, a partir de 1º/10/2024, pela Resolução BCB nº 410, de 11/9/2024.)

VI - distribuição de lucros e de dividendos, pagamento de juros sobre capital próprio, aquisição de residentes, alienação a residentes, restituição de capital e acervo líquido resultante de liquidação, capitalização de lucros, de dividendos e de juros sobre capital próprio e outras capitalizações, quando não realizados na forma do art. 35.”

4.1.3 Reinvestimento de lucros pelo investidor estrangeiro

37. A Lei nº 14.286, de 2021, revogou os dispositivos da Lei nº 4.131, de 1962, que determinavam o registro dos reinvestimentos de lucros dos capitais estrangeiros.

38. Até setembro de 2024, exigia-se a prestação de informações ao BCB no âmbito de IED quando houvesse movimentação representativa de reinvestimento¹⁶ em valor igual ou superior a cem mil dólares. A partir de 1º de outubro de 2024, entretanto, com a entrada em vigor da Resolução BCB nº 410, de 11 de setembro de 2024¹⁷, essa hipótese de exigência de prestação de informações foi também revogada. Assim, o reinvestimento é capturado apenas ao refletir no valor total do investimento estrangeiro nas declarações periódicas dos receptores sujeitos à prestação de informações, conforme explicado acima.

CONCLUSÃO

39. Por todo o exposto, considero pertinente a atualização da cartilha “*Segurança Jurídica do Investidor Estrangeiro no Brasil*”, para a qual forneço os subsídios contidos neste parecer. Ofereço, ainda, a anexa minuta de ofício de resposta.

40. Em atendimento ao contido no art. 7º, parágrafo único¹⁸, da Ordem de Serviço nº 4.747¹⁹, de 19 de abril de 2012, registra-se que foram consultadas as análises feitas pela PGBC referentes às normas mencionadas nesta manifestação e suas considerações foram incorporadas aos subsídios aqui apresentados.

41. Por fim, em atenção à Portaria nº 100.620²⁰, de 13 de dezembro de 2018, registra-se que a presente manifestação tem grau de acesso público ou ostensivo, por não conter informações protegidas por sigilo legal ou outra hipótese de restrição de acesso.

16 Reinvestimento é definido como “a capitalização de lucros, de dividendos, de juros sobre o capital próprio ou de reservas de lucros no receptor em que foram produzidos” (art. 2º, XVI, da Resolução BCB nº 278, de 2022).

17 Essa Resolução BCB alterou dispositivos da mencionada Resolução BCB nº 278, de 2022.

18 “Art. 7º Antes da elaboração de qualquer manifestação legal em matéria de consultoria jurídica ou de contencioso administrativo, deverá o procurador verificar, mediante pesquisa nos bancos de dados disponíveis:

I - se há precedentes sobre o assunto versado nos autos, em especial os constituídos de súmula, parecer normativo ou critério legal aprovados pelo Procurador-Geral e de orientação técnica fixada pelo Procurador-Geral Adjunto ou pelo Subprocurador-Geral responsável pela supervisão da matéria;

II - se a matéria é objeto de súmula, parecer normativo ou orientação técnica adotados pelo Advogado-Geral da União, de decisão do Poder Judiciário, do Tribunal de Contas da União ou do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, conforme o caso.

Parágrafo único. A manifestação legal deverá fazer referência expressa ao resultado da pesquisa de que trata o **caput**, mencionando eventuais precedentes relativos ao assunto ou atestando não ter logrado encontrar nos bancos de dados disponíveis.”

19 Dispõe sobre a distribuição, a tramitação e a apreciação de processos na Procuradoria-Geral do Banco Central (PGBC), assim como sobre a elaboração, a aprovação, a expedição, o registro e o arquivamento de seus pronunciamentos.

20 Dispõe sobre a indicação do grau de acesso de pronunciamentos expedidos pela Procuradoria-Geral do Banco Central.

À sua consideração.

MARIA BEATRIZ DE OLIVEIRA FONSECA

Procuradora do Banco Central

Procuradoria Especializada de Consultoria em Regulação do Sistema Financeiro (PRNOR)

OAB/DF 45.891

De acordo com o parecer jurídico e com a anexa minuta de ofício de resposta.

2. Em observância aos arts. 5º, *caput*, e 8º da Ordem de Serviço nº 5.138, de 15 de março de 2019, do Procurador-Geral do Banco Central, foi dada ciência prévia desta manifestação à Subprocuradora-Geral da Câmara de Consultoria em Regulação e Supervisão do Sistema Financeiro (CCrPG) e ao Procurador-Geral Adjunto do Departamento de Consultoria Legal e Representação Extrajudicial (DPG-1), que, em e-mails de 29 de abril de 2025, anuíram com a expedição do parecer jurídico e do ofício de resposta pela Procuradoria Especializada de Consultoria em Regulação do Sistema Financeiro (PRNOR).

À Corep-1, para a expedição do ofício anexo e encerramento do PE após o protocolo.

JOSÉ DE LIMA COUTO NETO

Procurador-Chefe do Banco Central

Procuradoria Especializada de Consultoria em Regulação do Sistema Financeiro (PRNOR)

OAB/BA 17.584

Ofício [Número]/2025-BCB/PGBC
PE 285509

Brasília, de abril de 2025.

Ao Núcleo de Controvérsias de Direito Internacional no Brasil
Procuradoria-Geral da União
Advocacia-Geral da União

Assunto: Ofício nº 01961/2025/PGU/AGU, de 4 de abril de 2025, referente ao NUP
00405.025653/2025-13 – Nota Jurídica nº 00583/2025/PGU/AGU

Refiro-me ao Ofício nº 01961/2025/PGU/AGU, de 4 de abril de 2025, por meio do qual foi encaminhada a Nota Jurídica nº 00583/2025/PGU/AGU, solicitando subsídios necessários para a atualização da cartilha “*Segurança Jurídica do Investidor Estrangeiro no Brasil*”.

2. Em atendimento à solicitação, encaminho o anexo Parecer Jurídico 452/2025-BCB/PGBC, de 29 de abril de 2025, que traz as contribuições da Procuradoria-Geral do Banco Central (PGBC) sobre os temas da cartilha relacionados às competências do Banco Central do Brasil (BCB).

Atenciosamente,

JOSÉ DE LIMA COUTO NETO
Procurador-Chefe do Banco Central
Procuradoria Especializada de Consultoria em Regulação do Sistema Financeiro (PRNOR)
OAB/BA 17.584

Parecer 1395/2025-BCB/PGBC

O parecer avalia a viabilidade jurídica de o BC fornecer ao INSS informação binária sobre movimentação no SFN para fins de prova de vida. Examina precedentes, LAI e LGPD. Conclui pela possibilidade jurídica do compartilhamento.

André Ubaldo Roldão

Procurador do Banco Central

Márcio Rafael Silva Laeber

Subprocurador-Chefe do Banco Central

Eliane Coelho Mendonça

Subprocuradora-Geral do Banco Central, substituta

Parecer Jurídico 1395/2025-BCB/PGBC
PE 296463

Belo Horizonte, 21 de novembro de 2025.

Ementa: Procuradoria Especializada de Consultoria em Supervisão do Sistema Financeiro (PRSUP). Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep). Consulta sobre a viabilidade jurídica de fornecimento, ao Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), de informação binária (sim ou não), por registro no Cadastro de Pessoa Física (CPF), com a indicação se houve ou não movimentação recente no Sistema Financeiro Nacional (SFN), para fins exclusivos de prova de vida de titulares de benefícios previdenciários. Análise de precedentes e da legislação aplicável, em especial do art. 31, § 3º, inciso V, da Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011 (Lei de Acesso à Informação - LAI), e do art. 7º, inciso III, da Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018 (Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais - LGPD). Ausência de impedimento jurídico ao compartilhamento proposto. Pronunciamento ostensivo ou não sujeito a restrição de acesso.

Senhor Subprocurador-Chefe,

ASSUNTO

Trata-se de consulta apresentada pelo Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep) sobre a viabilidade jurídica de fornecimento, ao Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), de informação binária (sim ou não), por registro no Cadastro de Pessoa Física (CPF), com a indicação se houve ou não movimentação recente no Sistema Financeiro Nacional (SFN), para fins exclusivos de prova de vida de titulares de benefícios previdenciários (doc. 2).

2. A proposta foi apresentada em reunião institucional entre representantes do Banco Central do Brasil (BCB) e o Presidente do INSS, ocasião em que se discutiu a possibilidade de celebração de instrumento jurídico de cooperação entre as entidades. O INSS manifestou interesse em receber do BCB informações sobre usuários ativos do SFN, com o objetivo de aprimorar os mecanismos de comprovação de vida por meio de cruzamento de dados. O BCB, por sua vez, indicou interesse em obter do INSS informações que considera relevantes na avaliação das políticas públicas no âmbito de sua atuação.

3. A primeira proposta de compartilhamento dos dados seria por meio de Acordo de Cooperação Técnica (ACT), que não envolveria “repasse financeiro entre as instituições, tendo como objetivo exclusivamente o acesso a dados relevantes para a execução de suas atividades finalísticas, bem como a execução de estudos, pesquisas [e o] compartilhamento de conhecimento técnico entre seus membros”. O ACT também preveria “compartilhamento recíproco de dados, observando-se os princípios da LGPD [Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018 (Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais)] e do sigilo bancário, e garantindo que ambos os órgãos adotem medidas equivalentes de proteção e controle”.

4. Segundo avaliação do Depep, o envio informações relativas a indivíduos que apresentaram movimentação recente no SFN, sem nenhum dado referente aos montantes ou tipo de operação realizada, por meio de ACT, estaria em conformidade com o art. 7º, incisos II e III¹, da LGPD, e em consonância com o entendimento firmado na Nota Jurídica 1214/2022-BCB/PGBC, de 6 de maio de 2022².

5. Não obstante, na hipótese de essa alternativa não ser juridicamente viável, o Depep sugere a possibilidade de fornecimento da informação mediante consentimento expresso do titular, nos termos do art. 7º, inciso I³, da LGPD, a ser obtido por meio da plataforma gov.br, com autenticação segura (nível prata ou ouro) e cláusula que delimite a finalidade exclusiva da informação para a prova de vida perante o INSS, vedado o uso para qualquer outro propósito.

6. Nesse contexto, a consulta é apresentada à Procuradoria-Geral do Banco Central (PGBC) nos seguintes termos:

“10. Nestes termos, solicitamos a avaliação da PGBC da viabilidade jurídica de, mediante ACT firmado entre o INSS e o BC, o fornecimento da informação individualizada para cada CPF indicado pelo INSS se houve ou não movimentação bancária nas bases de dados nas quais o BC possui acesso e conforme metodologia a ser definida em conjunto entre as duas instituições, sem qualquer detalhamento de valores, datas, instituições ou outros dados sensíveis, com o exclusivo propósito de subsidiar análise pelo INSS de prova de vida do beneficiário?”

11. Adicionalmente, caso avalie-se que este fornecimento não seja viável da forma proposta, haveria alguma forma de viabilizar este compartilhamento de dados sem infringir a LGPD e a lei de sigilo bancário? Por exemplo, o consentimento expresso do beneficiário no aplicativo GOV.BR, como descrito acima, ou em algum formulário no momento da concessão do benefício ou na realização da prova de vida permitindo esta consulta?”

7. Em despacho inserido no doc. 3, o Procurador-Geral Adjunto titular do Departamento de Consultoria Legal e Representação Extrajudicial (DPG-I) remeteu os autos inicialmente à Câmara de Consultoria em Regulação e Supervisão do Sistema Financeiro (CC1PG), para exame sobre a possibilidade legal de compartilhamento de dados com o INSS, conforme sugerido pela área técnica, consignando que a avaliação quanto ao instrumento legal pertinente ficará a cargo da Câmara de Consultoria Administrativa (CC3PG), caso se entenda pela viabilidade jurídica de compartilhamento da informação.

8. Os autos, então, foram remetidos a esta procuradoria especializada e a mim distribuídos, para análise e manifestação no âmbito da CC1PG.

9. É o relatório. Passo à apreciação jurídica.

¹ “Art. 7º O tratamento de dados pessoais somente poderá ser realizado nas seguintes hipóteses:

[...]

II - para o cumprimento de obrigação legal ou regulatória pelo controlador;

III - pela administração pública, para o tratamento e uso compartilhado de dados necessários à execução de políticas públicas previstas em leis e regulamentos ou respaldadas em contratos, convênios ou instrumentos congêneres, observadas as disposições do Capítulo IV desta Lei; [...].”

² De autoria do Procurador José Henrique Reis Rodrigues, com despacho do Procurador-Geral Adjunto Marcel Mascarenhas dos Santos.

³ “Art. 7º [...] I - mediante o fornecimento de consentimento pelo titular; [...]”

APRECIÇÃO

10. Preliminarmente, cabe ressaltar que a presente análise se cinge à viabilidade jurídica do compartilhamento de dados proposto, não recaindo sobre a suficiência dos aludidos dados para fins de comprovação de vida perante o INSS.

11. O art. 69, § 8º, da Lei nº 8.212, de 24 de julho de 1991, estabelece a obrigatoriedade de prova de vida perante o INSS para fins de concessão e manutenção de benefícios previdenciários ou assistenciais, nos seguintes termos:

“Art. 69. O INSS manterá programa permanente de revisão da concessão e da manutenção dos benefícios por ele administrados, a fim de apurar irregularidades ou erros materiais.

[...]

§ 8º Aquele que receber benefício realizará anualmente, no mês de aniversário do titular do benefício, a comprovação de vida, preferencialmente por meio de atendimento eletrônico com uso de biometria, ou outro meio definido pelo INSS que assegure a identificação inequívoca do beneficiário, implementado pelas instituições financeiras pagadoras dos benefícios, observadas as seguintes disposições: [...]”

12. A Portaria MTP nº 220, de 2 de fevereiro de 2022, com as alterações promovidas pela Portaria MPS nº 723, de 8 de março de 2024, prevê que a comprovação de vida pelo INSS poderá ser realizada por meio de consultas a atos registrados em bases de dados mantidas ou administradas pelos órgãos públicos federais, consoante se confere a seguir:

“Art. 1º A partir da publicação desta Portaria, fica vedado ao INSS a exigência de comprovação presencial de vida, disposta no § 8º, do art. 69, da Lei nº 8.212, de 24 de julho de 1991, quando esta implicar no deslocamento dos beneficiários de suas próprias residências a unidades do INSS ou à instituição financeira pagadora do benefício.

§ 1º A comprovação de vida pelo INSS será realizada por meio de consultas a atos registrados em bases de dados próprias da Autarquia ou mantidas e administradas pelos órgãos públicos federais, preferencialmente biométricas, compartilhadas nos termos do § 11, do art. 69, da Lei nº 8.212, de 24 de julho de 1991, nos 10 (dez) meses posteriores à sua última realização ou atualização.” (G. n).

13. Já o art. 1º da Portaria INSS nº 1.408, de 2 de fevereiro de 2022, com as alterações promovidas pela Portaria INSS nº 1.522, de 24 de janeiro de 2023, estabelece que a prova de vida será realizada apenas quando não for possível ao INSS confirmar a prática de atos registrados em bases de dados de órgãos públicos ou privados, na forma prevista em Acordos de Cooperação, quando for o caso:

“Art. 1º A comprovação de vida de que trata o inciso I do § 8º do art. 69 da Lei nº 8.212, de 24 de julho de 1991, será realizada, de forma alternativa, quando não for possível o INSS confirmar que o titular do benefício realizou algum ato registrado em bases de dados dos órgãos, entidades ou instituições, mantidos ou administrados pelos órgãos públicos federais, estaduais, municipais e privadas, na forma prevista nos Acordos de Cooperação, quando for o caso, ou quando as informações obtidas não se mostrarem suficientes para a comprovação de vida, conforme critérios a serem estabelecidos.” (G. n).

14. O art. 2º⁴ da aludida portaria, por sua vez, enumera os atos, meios, informações e bases de dados atualmente aceitos como indícios válidos, nos quais se incluem o acesso com selo ouro ao aplicativo “Meu INSS”; a realização de empréstimo consignado com biometria; os atendimentos no INSS, no Sistema Único de Saúde (SUS) e na rede conveniada; a vacinação; os cadastramentos; a emissão/renovação de documentos oficiais; o recebimento de benefício com biometria; e a declaração de Imposto de Renda.

15. Diante dos dispositivos legais e regulamentares acima referidos, é possível afirmar que o INSS possui legitimidade para solicitar do BCB informações sobre a existência de movimentação recente no SFN, como mais um elemento probatório da comprovação de vida de titular de benefício previdenciário ou assistencial.

16. Passando à análise sobre a viabilidade jurídica de fornecimento da informação na forma pretendida por aquela autarquia – indicador binário sobre a existência ou não de movimentação recente no SFN, sem exposição de valores, datas, instituições ou natureza de operações –, deve-se destacar que a PGBC possui precedentes no sentido de que a comunicação sobre a existência ou inexistência de registros bancários, operações financeiras ou valores mantidos em instituições financeiras não configura violação ao sigilo bancário nem à intimidade ou privacidade.

17. Nesse sentido, o Parecer Jurídico 408/2018-BCB/PGBC, de 9 de julho de 2018⁵, escorado na doutrina, precedentes⁶ e em exemplos concretos de procedimentos adotados em outros órgãos e entidades da Administração Pública, consignou que a comunicação sobre a inexistência de registros no Cadastro de Clientes do Sistema Financeiro Nacional (CCS) não configura violação ao direito à intimidade ou privacidade, de forma que não haveria impedimento jurídico à emissão digital de certidão negativa relacionada ao referido sistema.

18. A seu turno, há inúmeras manifestações da PGBC no sentido de que a informação sobre a ausência de operações ativas e passivas ou serviços prestados por instituições financeiras não pode ser considerada quebra de sigilo bancário. Sobre o tema, cabe assinalar o entendimento jurídico

4 “Art. 2º Poderão ser considerados válidos como prova de vida realizada, dentre outros, os seguintes atos, meios, informações ou base de dados:
I - acesso ao aplicativo Meu INSS com o selo ouro ou outros aplicativos e sistemas dos órgãos e entidades públicas que possuam certificação e controle de acesso, no Brasil ou no exterior;
II - realização de empréstimo consignado, efetuado por reconhecimento biométrico;
III - atendimento:
a) presencial nas Agências do INSS ou por reconhecimento biométrico nas entidades ou instituições parceiras;
b) de perícia médica, por telemedicina ou presencial; e
c) no sistema público de saúde ou na rede conveniada;
IV - vacinação;
V - cadastro ou cadastramento nos órgãos de trânsito ou segurança pública;
VI - atualizações no CADÚNICO, somente quando for efetuada pelo responsável pelo Grupo;
VII - votação nas eleições;
VIII - emissão/renovação de:
a) Passaporte;
b) Carteira de Motorista;
c) Carteira de Trabalho;
d) Alistamento Militar;
e) Carteira de Identidade; ou
f) outros documentos oficiais que necessitem da presença física do usuário ou reconhecimento biométrico;
IX - recebimento do pagamento de benefício com reconhecimento biométrico; e
X - declaração de Imposto de Renda, como titular ou dependente.”

5 De minha autoria, com despachos do Subprocurador-Chefe Márcio Rafael Silva Laeber e da Subprocuradora-Geral Walkyria de Paula Ribeiro de Oliveira.

6 Especialmente no Parecer PGBC-293/2009, de 5 de outubro de 2009 (de autoria da Procuradora Márcia Pessoa Frankel, com despachos da Subprocuradora-Regional Izabella Flegner Leite e do Procurador-Regional José Osório Lourenção).

consagrado nas Cotas 1408/2000, de 21 de março de 2000 (DEJUR/PRIRE)⁷, 7912/2000, de 13 de dezembro de 2000 (DEJUR/PRIRE)⁸, 5439/2004, de 13 de outubro de 2004 (DEJUR/PRCRI)⁹ e 171/2005, de 12 de janeiro de 2005 (DEJUR/PRBAN)¹⁰, bem como na Nota Jurídica PGBC-3168/2006, de 10 de julho de 2006¹¹, e no E-MAIL 13232/2015-BCB/PGBC, de 18 de dezembro de 2015¹².

19. Diante disso, a Nota Jurídica 3296/2020-BCB/PGBC, de 15 de setembro de 2020¹³, concluiu que o Banco Central também poderia informar sobre a ausência de dados e desenvolver funcionalidade para emissão de certidão digital negativa de registro ou operações no Sistema de Informações de Crédito do Banco Central (SCR) e no Sistema Câmbio, tendo como única exigência o fornecimento do número de inscrição no CPF ou no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) do titular da informação.

20. Cumpre registrar que, conforme reconhecido nos precedentes acima referidos, a possibilidade de comunicação sobre a inexistência de registros nos sistemas mantidos pelo BCB – como o CCS, o SCR e o Sistema Câmbio – decorre da constatação de que tal informação, quando apresentada de forma isolada e sem detalhamento, não revela a situação financeira ou econômica do titular, tampouco configura violação ao sigilo bancário. Por consequência lógica, a não emissão de certidão negativa nesses mesmos sistemas – ou seja, a constatação de que há registro – equivale à comunicação da existência de dados, ainda que de forma não detalhada. Assim, os entendimentos firmados nos aludidos precedentes também respaldam a licitude da comunicação positiva, desde que limitada à indicação da existência de registro, sem qualquer exposição de valores, datas, instituições ou natureza de eventuais operações.

21. Na linha do entendimento acima, a Nota Jurídica 1214/2022-BCB/PGBC, mencionada pelo Depex na consulta, considerou juridicamente viável que o Sistema de Valores a Receber (SVR) disponibilize, mediante inserção de CPF e data de nascimento, informação sobre a existência de valores a receber em nome do titular dos referidos dados, mantendo-se em segredo, nesse ambiente, informações sobre a instituição devedora e o valor passível de resgate, as quais somente poderiam ser acessadas por meios que permitam a identificação segura do interessado e mediante assinatura de termo de responsabilidade.

22. Desse modo, entende-se que o posicionamento jurídico vigente na PGBC avaliza o fornecimento, ao INSS, de informação binária quanto à existência de movimentação recente no SFN, sem descrever valores, datas, instituições ou natureza das operações, para o fim exclusivo de servir como elemento de comprovação de vida, nos termos da legislação, uma vez que tal informação não está resguardada por sigilo bancário ou pelo direito à intimidade ou privacidade.

23. Cabe esclarecer que o indicador binário de movimentação pode ser extraído de qualquer base de dados sob custódia do BCB, desde que tecnicamente viável, uma vez que a origem da informação é irrelevante para fins jurídicos. Isso inclui, exemplificativamente, além dos sistemas

7 De autoria de Erick Acioli Wolff, com despachos de Fátima Regina Maximo Martins Gurgel e de Ailton Cesar dos Santos.

8 De autoria do Procurador André Torres, com despacho do Procurador-Chefe Substituto Cassiano Luiz Crespo Alves Negrão.

9 De autoria da Procuradora Andréa da Silva Brito, com despacho do Procurador-Chefe Cassiomar Garcia Silva.

10 De autoria do Procurador Márcio Rafael Silva Laeber, com despacho do Procurador-Chefe, Substituto, Paul Medeiros Krause.

11 De autoria do Procurador Enedilson Adriane de Lima Santos, com despacho do Coordenador-Geral Nivaldo Faria Baldini.

12 De autoria do Humberto Cestaro Teixeira Mendes.

13 De minha autoria, com despacho do Subprocurador-Chefe Márcio Rafael Silva Laeber.

já mencionados neste parecer, o Sistema de Transferência de Reservas (STR) e o Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI).

24. Ainda que se pudesse sustentar, em tese, que o dado binário requerido comporia a esfera de proteção de direitos da personalidade, o fornecimento, ao INSS, para o fim público específico de prova de vida, encontra suporte no art. 31, § 3º, inciso V, da Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011 (Lei de Acesso à Informação – LAI), que prescreve o seguinte:

“Art. 31. O tratamento das informações pessoais deve ser feito de forma transparente e com respeito à intimidade, vida privada, honra e imagem das pessoas, bem como às liberdades e garantias individuais.

[...]

§ 3º O consentimento referido no inciso II do § 1º não será exigido quando as informações forem necessárias:

[...]

V - à proteção do interesse público e geral preponderante.”

25. No caso, a manutenção regular de benefícios previdenciários e a prevenção de fraudes são fins públicos expressos na atuação do INSS, especialmente após a mudança do paradigma de prova de vida, que passou ao cruzamento de bases de dados. O indicador binário pretendido (“houve/não houve movimentação recente no SFN”) se destina exclusivamente a subsidiar esse procedimento legal, o que caracteriza interesse público e geral preponderante apto a dispensar consentimento do titular na forma da LAI, observadas as cautelas previstas na legislação.

26. Ademais, do ponto de vista da LGPD, o compartilhamento da informação possui respaldo no inciso III de seu art. 7º, transcrito a seguir:

“Art. 7º O tratamento de dados pessoais somente poderá ser realizado nas seguintes hipóteses:

[...]

III - pela administração pública, para o tratamento e uso compartilhado de dados necessários à execução de políticas públicas previstas em leis e regulamentos ou respaldadas em contratos, convênios ou instrumentos congêneres, observadas as disposições do Capítulo IV desta Lei; [...].”

27. A comprovação de vida dos beneficiários do INSS é expressamente prevista no art. 69, § 8º, da Lei nº 8.212, de 1991, e regulamentada por portarias específicas, o que confere legitimidade ao INSS para solicitar o dado e enquadrar o compartilhamento como medida necessária à execução de política pública. Nessa hipótese, o consentimento do titular é dispensado, desde que observadas as exigências do Capítulo IV da LGPD, especialmente quanto à finalidade específica e à adoção de medidas de segurança compatíveis com o risco envolvido.

28. O compartilhamento da informação também se harmoniza com o Decreto nº 10.046, de 9 de outubro de 2019, que estabelece a governança do compartilhamento de dados entre órgãos e entidades da administração pública federal, com vistas à eficiência administrativa, à simplificação de serviços públicos, à implementação e monitoramento de políticas públicas e, especialmente, à análise de condições de acesso e manutenção de benefícios sociais, nos termos de seu art. 1º, *in verbis*:

“Art. 1º Este Decreto estabelece as normas e as diretrizes para o compartilhamento de dados entre os órgãos e as entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional e os demais Poderes da União, com a finalidade de:

I - simplificar a oferta de serviços públicos;

II - orientar e otimizar a formulação, a implementação, a avaliação e o monitoramento de políticas públicas;

III - possibilitar a análise das condições de acesso e manutenção de benefícios sociais e fiscais;

IV - promover a melhoria da qualidade e da fidedignidade dos dados custodiados pela administração pública federal; e

V - aumentar a qualidade e a eficiência das operações internas da administração pública federal.”

29. Complementarmente, a Lei nº 14.129, de 29 de março de 2021, ao instituir princípios e diretrizes para o Governo Digital, prevê a interoperabilidade entre sistemas e bases de dados da administração pública, com observância dos princípios da proteção de dados pessoais, da finalidade específica e da segurança da informação (arts. 38 a 41), o que reforça a conformidade institucional do compartilhamento pretendido, desde que observadas as exigências da LGPD e da LAI quanto à legalidade, finalidade, necessidade e proporcionalidade do tratamento.

30. Por fim, observa-se que o compartilhamento da informação também poderia ser viabilizado mediante o consentimento expresso, específico e inequívoco do titular dos dados, obtido por meio da plataforma gov.br, com autenticação segura e delimitação clara da finalidade, conforme alternativa sugerida pelo Depep. Trata-se de hipótese juridicamente válida, nos termos do art. 31, § 1º, inciso II¹⁴, da LAI, e art. 7º, inciso I¹⁵, da LGPD.

CONCLUSÃO

31. Ante o exposto, conclui-se pela inexistência de óbice jurídico ao compartilhamento, pelo BCB ao INSS, de informação binária (sim ou não) quanto à existência de movimentação recente no SFN, por CPF, sem qualquer outro detalhamento (e.g., valores, datas, instituições ou natureza das operações), para a finalidade exclusiva de servir como elemento de comprovação de vida no âmbito das competências legais atribuídas ao INSS.

32. Por fim, em atenção à Portaria nº 100.620, de 13 de dezembro de 2018, registra-se que a presente manifestação pode ser considerada ostensiva ou não sujeita a restrição de acesso. Atesta-se, ainda, que, na sua elaboração, deu-se cumprimento ao disposto no art. 7º¹⁶ da Ordem de Serviço nº 5.138, de 15 de março de 2019, mediante pesquisa nos bancos de dados disponíveis sobre o assunto.

¹⁴ “Art. 31. [...] § 1º As informações pessoais, a que se refere este artigo, relativas à intimidade, vida privada, honra e imagem: [...]

II - poderão ter autorizada sua divulgação ou acesso por terceiros diante de previsão legal ou consentimento expresso da pessoa a que elas se referirem.”

¹⁵ “Art. 7º [...] I - mediante o fornecimento de consentimento pelo titular; [...]”

¹⁶ “Art. 7º Na elaboração de qualquer pronunciamento jurídico, o responsável deverá verificar, mediante pesquisa nos bancos de dados disponíveis, se há precedentes da Procuradoria-Geral sobre o assunto versado nos autos, bem como se a matéria é objeto de súmula, parecer normativo ou orientação técnica adotados pelo Advogado-Geral da União, de decisão do Poder Judiciário, do TCU ou de órgãos administrativos com competência recursal ou de uniformização de procedimentos, conforme o caso.

Parágrafo único. O pronunciamento jurídico deverá fazer referência expressa ao resultado da pesquisa de que trata o caput, mencionando eventuais precedentes relativos ao assunto ou atestando não ter logrado encontrá-los nos bancos de dados disponíveis.”

À sua consideração.

ANDRÉ UBALDO ROLDÃO
Procurador do Banco Central
Procuradoria Especializada de Consultoria em Supervisão do Sistema Financeiro (PRSUP)
OAB/MG 128.386

De acordo.

À Sra. Subprocuradora-Geral, substituta, da CCrPG.

MÁRCIO RAFAEL SILVA LAEBER
Subprocurador-Chefe do Banco Central
Procuradoria Especializada de Consultoria em Supervisão do Sistema Financeiro (PRSUP)
OAB/DF 13.413

Aprovo.

À CC3PG, conforme indicado pelo Procurador-Geral Adjunto titular do DPG-1 em despacho inserido no doc. 3, para avaliação quanto ao instrumento legal pertinente para o compartilhamento das informações com o INSS.

ELIANE COELHO MENDONÇA
Subprocuradora-Geral do Banco Central, substituta
Câmara de Consultoria em Regulação e Supervisão do Sistema Financeiro (CCrPG)
OAB/MG 78.456

Parecer 1438/2025-BCB/PGBC

O parecer examina o PL 3.797/2025, que trata da operacionalização internacional do Pix. Afirmar inexistência de inconstitucionalidade, mas aponta que o tema é de competência infralegal. Alerta que o PL pode restringir a liberdade técnica do BC na evolução do Pix.

Sérgio Murta Machado Filho

Procurador do Banco Central

Igor Arruda Aragão

Procurador-Chefe do Banco Central

Parecer Jurídico 1438/2025-BCB/PGBC
PE 293879

Brasília, 1 de dezembro de 2025.

Ementa: Câmara de Consultoria Monetária, Internacional e Penal (CC2PG). Procuradoria Especializada de Consultoria Internacional, Monetária, Penal e em Resolução (PRPIM). Assessoria para Assuntos Parlamentares e Federativos (Aspar). Projeto de Lei nº 3.797, de 2025, da Câmara dos Deputados, que “dispõe sobre a viabilização e o fomento do arranjo de pagamentos instantâneos instituído pelo Banco Central do Brasil (Pix) em transações internacionais”. Ausência de inconstitucionalidade. Matéria tipicamente sujeita ao plano infralegal. Potencial prejuízo à liberdade técnica do BCB para bem conduzir a agenda evolutiva do Pix. Manifestação ostensiva, não sujeita a restrição de acesso.

Senhor Procurador-Chefe,

ASSUNTO

A Assessoria para Assuntos Parlamentares e Federativos (Aspar) encaminhou à Procuradoria-Geral do Banco Central (PGBC), para exame sob a perspectiva jurídica, o Projeto de Lei (PL) nº 3.797, de 2025, da Câmara dos Deputados, de autoria do Deputado Eduardo Velloso (União/AC), que “*dispõe sobre a viabilização e o fomento do arranjo de pagamentos instantâneos instituído pelo Banco Central do Brasil (Pix) em transações internacionais.*”

2. Desde sua apresentação, em 6 de agosto de 2025, o PL nº 3.797, de 2025, tem seguido o regime de tramitação ordinário, iniciando pela Comissão de Desenvolvimento Econômico, sob a relatoria da Deputada Bia Kicis (PL/DF). O projeto ainda se encontra nessa Comissão, registrando-se, porém, que já se exauriu o prazo para apresentação de emendas ao projeto, sem que nenhuma tenha sido recebida. Em se ultrapassando essa fase, o projeto ainda tramitará pelas Comissões de Finanças e Tributação e de Constituição e Justiça.

3. No âmbito do Banco Central do Brasil (BCB), a proposição legislativa foi examinada pelo Departamento de Competição e de Estrutura do Mercado Financeiro (Decem), que exarou a Nota 683/2025/GEPIX/DECEM/BCB, de 30 de outubro de 2025 (doc. 5), seguidamente corroborada pela Chefia de Gabinete do Diretor de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução (Diorf).

3. É o relato que se fazia necessário.

APRECIÇÃO

4. A proposta legislativa em referência é dividida em cinco capítulos, da seguinte maneira:
 - Capítulo I – Das Definições, que distingue as transações transfronteiriças entre “compras internacionais e “transferências internacionais”, estando apenas a primeira vinculada à liquidação de determinada obrigação entre as partes envolvidas;
 - Capítulo II – Do Mercado de Câmbio, que apenas esclarece a submissão das transações à legislação cambial e a atribuição do BCB de autorizar as instituições que proverão os serviços de que trata a lei;
 - Capítulo III - Do Programa de Fomento ao Uso do Pix em Transações Internacionais, que proclama a instituição de uma política pública de estímulo à adoção do Pix em transações internacionais, “coordenada” pelo BCB;
 - Capítulo IV – Da Estrutura Tarifária, que dispõe sobre a distribuição dos custos entre as partes envolvidas;
 - Capítulo V – Das Disposições Finais, que obriga o BCB a “*apresentar, anualmente, relatório circunstanciado ao Congresso Nacional, contendo a descrição das ações executadas, os resultados obtidos e o planejamento para os períodos subsequentes*”.
5. Primeiramente, não identifico inconstitucionalidade de ordem formal na proposta, seja quanto à competência para deflagrar o processo legislativo, seja quanto à espécie normativa eleita.
6. A matéria nela versada – arranjos de pagamentos – está compreendida entre as infraestruturas do sistema financeiro, não se sujeitando à reserva de lei complementar a que alude o art. 192 da Constituição¹, conforme precedentes da PGBC².
7. Ademais, a proposta legislativa em questão se limita a explicitar e qualificar o conteúdo de competências já tituladas pelo BCB, sem alterar nem criar estruturas administrativas no âmbito do Poder Executivo, tampouco incumbir esta Autarquia de missões estranhas a seu atual desenho institucional³. Assim, não há que se falar em violação à prerrogativa do Presidente da República

¹ “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.”

² Interpretando o art. 192 da Constituição da República, o Supremo Tribunal Federal decidiu que a exigência de lei complementar “*abrange exclusivamente a regulamentação da estrutura do sistema financeiro*” (ADI 2591, Rel. Min. Carlos Velloso, Rel. p/ acórdão Min. Eros Grau, Tribunal Pleno, julgado em 07/06/2006). Conforme orientação fixada no Parecer PGBC-244/2012, proferido por mim em 17 de outubro de 2012, aprovado pelo então Procurador-Chefe Lucas Alves Freire, pelo então Procurador-Geral Adjunto Cristiano de Oliveira Lopes Cozer e pelo então Procurador-Geral Isaac Sidney Menezes Ferreira, “*por estrutura há de se compreender a disposição e a ordenação dos diferentes elementos dentro do sistema, abrangendo (i) a definição dos órgãos e das entidades que compõem o sistema financeiro nacional, (ii) o papel desempenhado por cada um deles no bojo do sistema e (iii) o modo pelo qual se relacionam. Já a infraestrutura abrange o conjunto de elementos interconectados capazes de prover ao sistema financeiro o substrato necessário a seu regular e eficiente funcionamento. Fixadas essas premissas, fica simples perceber que o Sistema de Pagamentos Brasileiro – o qual compreenderá os arranjos de pagamento –, ao municiar os agentes econômicos com os meios indispensáveis à conclusão de transações, integra a infraestrutura do Sistema Financeiro Nacional*”.

³ É importante salientar, no ponto, que o Supremo Tribunal Federal, na ADI nº 3254, definiu que seria privativa do Chefe do Poder Executivo a iniciativa de normas que “*remodelem as atribuições de órgãos pertencentes à estrutura administrativa de determinada unidade da federação*”. No presente caso, como visto acima, não se está a promover nenhuma remodelação no funcionamento desta Autarquia, mas apenas a agregar prerrogativas a deveres-poderes já existentes. Vide ADI nº 3254/ES. Relatora: Min. Ellen Gracie. Julgamento em 16/11/2005. Acórdão publicado em 2/12/2005.

de dar início ao processo legislativo voltado a cuidar da organização dos órgãos e das entidades da Administração Pública, na forma do art. 61, § 1º, inciso II, alínea “e”, c/c art. 84, incisos II, III e VI, da Constituição. Cuida-se, isto sim, de proposição cuja iniciativa pode caber, legitimamente, a qualquer membro do Congresso Nacional⁴.

8. A ampliação do escopo do Pix, com a realização de transações transfronteiriças, é um corolário da competência do BCB para instituir o referido arranjo de pagamento⁵. Não por acaso, o BCB já possui estudos avançados para viabilizar transações transfronteiriças por meio do Pix. Não se trata, assim, de uma política pública que careça de impulso ou de disciplina legal. Cuida-se, isto sim, de um projeto já em desenvolvimento, como expressão do fiel desempenho da missão institucional desta Autarquia. Como bem pontuou o Decem,

“(...) o Pix se tornou o arranjo de pagamentos mais utilizado no Brasil, com efeitos positivos sobre a eficiência no mercado de pagamentos de varejo doméstico, a competição na prestação de serviços de pagamento e a inclusão financeira. A sua infraestrutura, pública e digital, adota padrões internacionais e foi construída para viabilizar a interligação com arranjos e sistemas de pagamentos instantâneos de outras jurisdições. O uso da infraestrutura do Pix para viabilizar transações transfronteiriças tem o potencial de diminuir os custos, acelerar a velocidade, ampliar o acesso e trazer mais transparência para esse mercado, em alinhamento com os objetivos do G20 para o aperfeiçoamento das transações transfronteiriças.

3. O BCB, alinhado com a agenda de trabalho do G20, que é coordenada pelo Financial Stability Board (FSB) e pelo Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) do Bank for International Settlements (BIS), introduziu na agenda evolutiva do Pix uma ação relacionada à interligação da sua infraestrutura com infraestruturas de outras jurisdições, a fim de viabilizar transações transfronteiriças por meio do Pix. De fato, o BCB vem conversando com algumas jurisdições para promover uma interligação bilateral entre o Pix e arranjos e sistemas de outros países. Além disso, o BCB vem acompanhando e dialogando com o Nexus Global Payments, que é um projeto iniciado pelo BIS Innovation Hub e que está em fase de implementação para viabilizar a interligação multilateral de sistemas de pagamentos instantâneos domésticos. Portanto, o uso do Pix em transações transfronteiriças já está inserido na agenda de trabalho do BCB, com ações em andamento.”

9. Além de afastar a ocorrência de vício de iniciativa, a ausência de inovação no projeto de lei em tela afasta igualmente a possibilidade de inconstitucionalidade material. Não obstante, ao examinar a conveniência e a oportunidade da proposição, o Decem apresentou as seguintes objeções:

“4. Assim, no mérito, o PL em análise apresenta dispositivos que fazem sentido do ponto de vista teórico. Do ponto de vista pragmático, contudo, não faz sentido colocar em lei ações que o BCB deve desempenhar, principalmente em relação a ações que já fazem parte da agenda de trabalho desta autarquia e que já estão em andamento.

⁴ Nesse sentido: Parecer Jurídico 406/2021-BCB/PGBC, proferido em 2 de julho de 2021 pelo Procurador Lucas Alves Freire, com despachos do Procurador-Chefe Igor Arruda Aragão, do Subprocurador-Geral Nelson Alves de Aguiar Júnior, do Procurador-Geral Adjunto Marcel Mascarenhas dos Santos e do Procurador-Geral Cristiano Cozer.

⁵ Em especial o art. 3º, inciso V, e o art. 10, inciso IV, ambos da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o art. 10 da Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, e, mais recentemente, o art. 9º, incisos I, IV e X, 14 e 14 da Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013. Sobre o assunto, confira-se o Parecer Jurídico 482/2020-BCB/PGBC, de autoria dos procuradores Lucas Alves Freire, Marcelo Madureira Prates, Igor Arruda Aragão e Marcus Paulus de Oliveira Rosa, aprovado pelo Subprocurador-Geral Nelson Alves de Aguiar Júnior, pelo Procurador-Geral Adjunto Marcel Mascarenhas dos Santos e pelo Procurador-Geral Cristiano Cozer.

5. Nesse sentido, independentemente do mérito da proposta contida no PL, entende-se que a competência por decidir as ações que compõem a agenda evolutiva do Pix, bem como sua priorização, deve ser mantida no instituidor do arranjo de pagamentos, que é o próprio BCB. Parece ser muito mais eficiente manter essa competência dentro do BCB do que a transpor para o poder legislativo. O BCB possui equipes específicas responsáveis por fazer a gestão e a operação do Pix. O conhecimento técnico sobre o mercado de pagamentos de varejo, doméstico e internacional, também está dentro do BCB. Assim, não parece ser necessário a promulgação de uma lei para direcionar as ações do BCB no Pix, notadamente no que se refere a uma ação que já está em andamento. A aprovação do PL em análise, na verdade, tem o risco de acarretar perdas de eficiência nas atividades de gestão e de operação do Pix, tirando a necessária flexibilidade que o BCB precisa ter para atuar no mercado de pagamentos de varejo. Portanto, sugiro que o BCB defenda a não aprovação desse PL.”

10. De fato, a matéria veiculada na referida proposta legislativa é própria do plano infralegal, podendo ser mais bem disciplinada pela correspondente autoridade reguladora. A positivação o assunto em lei, mais do que inócua, pode eventualmente embaraçar a liberdade técnica do BCB para conduzir a agenda evolutiva do Pix, impedindo que ela acompanhe a dinâmica dos mercados de pagamentos doméstico e internacional.

CONCLUSÃO

11. Posto isso, conquanto não vislumbre inconstitucionalidade na proposição legislativa em referência, entendo que ela possui o potencial de criar embaraços jurídicos ao bom desempenho das atribuições institucionais do BCB, por pretender alçar ao plano legal aspectos normativos tipicamente sujeitos à esfera administrativa.

12. Em observância à Portaria nº 100.620, de 13 de dezembro de 2018, do Procurador-Geral do Banco Central, registra-se que a presente manifestação jurídica não está sujeita a restrição de acesso ou a sigilo legal.

À consideração de V. Exa.

SÉRGIO MURTA MACHADO FILHO

Procurador do Banco Central

Procuradoria Especializada de Consultoria Internacional, Monetária, Penal e em Resolução (PRPIM)

OAB/MG 102.910

De acordo.

As principais questões jurídicas são analisadas no parecer com base em precedentes desta Procuradoria. Consequentemente, aplica-se o art. 3º da Portaria nº 121.860, de 9 de dezembro de 2024, do Procurador-Geral do Banco Central, que permite dispensar os despachos das instâncias superiores, observado o requisito da ciência prévia.

Nessa linha, foi dada ciência prévia ao Procurador-Geral Adjunto titular do Departamento de Consultoria Legal e Representação Extrajudicial (DPG-1), que anuiu com a expedição pela Procuradoria Especializada de Consultoria Internacional, Monetária, Penal e em Resolução (PRPIM).

À Aspar.

IGOR ARRUDA ARAGÃO

Procurador-Chefe do Banco Central

Procuradoria Especializada de Consultoria Internacional, Monetária, Penal e em Resolução (PRPIM)

OAB/DF 83.508

Parecer 1477/2025-BCB/PGBC

O parecer avalia pedido de doação de equipamentos de informática ao IFBaiano. Conclui que a doação é juridicamente inviável pelos limites do art. 7º, I, da Lei 14.479/2022 e por precedente da AGU. Indica como alternativa possível a cessão de uso prevista no Decreto 9.373/2018.

José Henrique Reis Rodrigues

Procurador do Banco Central

Juliana Marques Franca

Subprocuradora-Chefe do Banco Central

Chiarely Moura de Oliveira

Subprocuradora-Geral do Banco Central

Parecer Jurídico 1477/2025-BCB/PGBC
PE 295724

Brasília (DF), 5 de dezembro de 2025.

Ementa: Consultoria administrativa. Gerência Administrativa Regional do Banco Central em Salvador (Adsal). Doação de bens móveis. Equipamentos de informática. Donatário Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia (IFBaiano). Impossibilidade com base no art. 7º, inciso I, da Lei nº 14.479, de 21 de dezembro de 2022. Precedente da Advocacia-Geral da União (AGU). Possibilidade de realização de cessão de uso, com fulcro no Decreto nº 9.373, de 11 de maio de 2018. Pronunciamento ostensivo ou não sujeito a restrição de acesso.

Senhora Subprocuradora-Chefe,

ASSUNTO

Trata-se de dúvida suscitada pela Gerência Administrativa Regional do Banco Central em Salvador (Adsal) quanto à possibilidade de doação de bens de informática ao Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia (IFBaiano).

2. A incerteza da área técnica tem sua razão de ser nas considerações por ela tecidas nos termos que abaixo se reproduzem:

“Trata-se de processo em que o Banco Central pretende prosseguir com doação de material informático ao INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA BAIANO (IFBaiano), conforme consta da relação apresentada no doc 1 deste PE (E-MAIL 14822/2025-BCB/ADSAL). Importa referir que este processo de doação se enquadra num âmbito de cooperação alargado com aquela Instituição de Ensino, concretizado através de acordo de cooperação técnica firmado entre as partes (PE 289342 e BCB/ADSAL-2025/247138). Através deste acordo torna-se possível para o Banco Central beneficiar da estrutura de atendimento de medicina do trabalho, oferecida pelo IFBaiano, nomeadamente pela realização de juntas médicas.

2. Seguindo o rito próprio de doação, foi enviado ofício ao Ministério das Comunicações (MCOM), solicitando anuência em relação à doação proposta neste PE. O MCOM respondeu através do Ofício 36160/2025/MCOM (doc 7 deste PE - BCB/ADSAL-2025/247120). Nessa resposta, o MCOM pontuou que os órgãos do executivo federal deverão encaminhar seus desfazimentos de Equipamentos Eletroeletrônicos de forma prioritária através do Programa Computadores para a Inclusão (PCI), de acordo com o regimento estabelecido pela Lei 14.479 de 21 de Dezembro de 2022 (Doc 8 deste PE - BCB/ADSAL-2025/247132). No mesmo ofício, o MCOM refere que a responsabilidade de doação ou transferência e o encaminhamento, fora do escopo da referida Lei, passa a ser do Banco Central do Brasil.

3. A Lei 14.479 de 21 de Dezembro de 2022 prevê um edital em que entidades podem se qualificar como Centros de Recondicionamento de Computadores (CRC). O processo de seleção de entidades, que passam a ser CRCs, envolveu a publicação de um edital de chamamento público (EDITAL Nº 189/2024/MCOM - BCB/ADSAL-2025/247135), cuja seleção de entidades já ocorreu, pelo que se torna inviável realizar a doação ao IFBaiano através do Programa PCI.

4. Saliente-se que o IFBaiano é uma Instituição Pública importante com presença em vários pontos do Estado da Bahia, pelo que a possível doação estaria materialmente concordante com o espírito originário da Lei 14.479, que visa a ampliação do acesso às tecnologias da informação e comunicação e o seu uso apropriado pela população brasileira. Refira-se também que o Banco Central necessita do acordo de cooperação com o IFBaiano para poder beneficiar da estrutura de atendimento de medicina do trabalho proporcionada pela unidade Siass do IFBaiano”. (doc. 11).

3. Ao final, a Adsal submete ao crivo da Procuradoria-Geral do Banco Central (PGBC) os seguintes questionamentos:

- Pode o Banco Central realizar a doação ao IFBaiano, sem risco jurídico ou administrativo, amparado pelo acordo de cooperação técnica firmado (BCB/ADSAL-2025/247138), saindo do trâmite sugerido pela Lei 14.479 de 21 de Dezembro de 2022;
- Caso a doação apenas possa prosseguir dentro do âmbito da Lei 14.479 de 21 de Dezembro de 2022, e portanto através de uma entidade acreditada como CRC, seria possível ceder os equipamentos ao IFBaiano através de outro tipo de cessão?

4. É a síntese do necessário. Passo a opinar.

APRECIÇÃO

5. O caso concreto, por envolver equipamentos de informática, eletroeletrônicos, peças-partes ou componentes, classificados como ociosos, recuperáveis, antieconômicos ou irrecuperáveis, disponíveis para reaproveitamento, atrai a incidência da Lei nº 14.479, de 21 de dezembro de 2022¹, que se constitui, pelo princípio da especialidade, no diploma legal aplicável à pretensa doação.

6. A Advocacia-Geral da União (AGU), por meio do PARECER n. 00027/2023/VRD/ESTRATEG/E-CJU/RESIDUAL/CGU/AGU², confirmou esse entendimento:

“59. Há de se ponderar que a Lei federal nº 14.479, de 21/12/2022 é uma lei específica que institui o Política Nacional de Desfazimento e Recondicionamento de Equipamentos Eletroeletrônicos e dispõe sobre o Programa Computadores para Inclusão. Logo, cuidando-se de ato legislativo, suas disposições se sobrepõem àquelas previstas em atos normativos infralegais, tais como os decretos e/ou regulamentos. Trata-se de aplicação do princípio da estrita legalidade, previsto no art. 5º, inciso II c/c o art. 37, caput, da Constituição de 1988.

60. Logo, no que diz respeito a microcomputadores de mesa, monitores de vídeo, impressoras e demais equipamentos de informática, eletroeletrônicos, peças-partes ou componentes, classificados como ociosos, recuperáveis, antieconômicos ou irrecuperáveis, disponíveis para reaproveitamento, não se aplica o disposto no art. 8º do Decreto federal nº 9.373, de 2018, mas, sim, o previsto no artigo 7º, inciso I, da Lei federal nº 14.479, de 21/12/2022.” (grifos no original)

¹ Institui a Política Nacional de Desfazimento e Recondicionamento de Equipamentos Eletrônicos e dispõe sobre o Programa Computadores para Inclusão.

² Emitido pela Atuação Estratégica, Consultoria Jurídica da União Especializada Virtual Residual, da Consultoria-Geral da União, da Advocacia-Geral da União, com a finalidade de uniformizar o entendimento jurídico sobre o tema, bem como servir de baliza para solução de consultas encaminhadas pelos órgãos assessorados à e-CJU/Residual

7. Com isso em mente, importa prescrutar o disposto no art. 7º, inciso I, da Lei nº 14.479, de 2022, segundo o qual:

“Art. 7º Presentes razões de interesse social, a doação poderá ser efetuada pelos órgãos integrantes da administração pública federal direta, pelas autarquias e pelas fundações, após a avaliação de oportunidade e conveniência relativamente à escolha de outra forma de alienação, quando se tratar de material:

I - ocioso, recuperável, antieconômico e irrecuperável, podendo ocorrer em favor dos órgãos e entidades de Estados, Municípios, Distrito Federal, empresas públicas, sociedades de economia mista, instituições filantrópicas, organizações da sociedade civil reconhecidas de utilidade pública federal, estadual ou municipal e organizações da sociedade civil de interesse público;” (grifos acrescidos).

8. Sobreleva notar que entre as entidades autorizadas pela norma a receber em doação os bens de que ora se cuida não figuram as autarquias federais.

9. Com base nessa premissa, forçoso reconhecer que o IFBaiano não dispõe de legitimidade para ser donatária dos bens de informática listados nos autos (doc. 1) à luz do referido dispositivo, justamente por se enquadrar como autarquia federal a teor do art. 1º do seu estatuto³:

“Art. 1º O INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA BAIANO, denominado IF Baiano, criado nos termos da Lei nº. 11.892, de 29 de dezembro de 2008, vinculado ao Ministério da Educação, possui natureza jurídica de autarquia, sendo detentor de autonomia administrativa, patrimonial, financeira, didático-pedagógica e disciplinar”. (grifos acrescidos).

10. Relevante dizer, a propósito, que em submissão ao princípio da supremacia da lei, tal restrição não poderia ser superada com base em atos infralegais e administrativos, a exemplo de decretos e convênios, sob pena de subversão da ordem jurídica, notadamente a escala de hierarquia das fontes normativas.

11. Nesse diapasão, confira-se o seguinte trecho do PARECER n. 00027/2023/VRD/ESTRATEG/E-CJU/RESIDUAL/CGU/AGU:

“7. A primeira premissa central a ser fixada é que no âmbito do nosso sistema jurídico prevale a supremacia da lei sobre os demais atos normativos emanados do Poder Executivo, notadamente, os decretos ou regulamentos.

8. Os decretos ou regulamentos não podem ser contra legem (contra à lei), ultra legem (além da lei), extra legem (fora da lei) ou praeter legem (completar ou preencher a lei), mas apenas e tão somente secundum legem (conforme à lei). Existe, portanto, a subordinação completa dos decretos ou regulamentos à lei. Com efeito, no nosso sistema jurídico, o atributo de inovar a ordem jurídica para criar direitos, obrigações, proibições e medidas punitivas somente é conferido à lei, não se estendendo a outras espécies de atos normativos infralegais.

(...)

10. Logo, na hierarquia dos atos normativos, a lei prepondera sobre o decreto, não podendo os preceitos deste último contrariar ou negar vigência ao que ela prescreve.

³ Veiculado por meio da Resolução nº 33, de 12 de abril de 2019.

11. *Da mesma forma, dentro da estrutura hierárquica do Poder Executivo, os decretos prevalecem sobre os demais atos normativos subalternos, tais como, portarias, instruções normativas, resoluções, regimentos, ordens de serviços e deliberações;*”

12. De acordo com esse arranjo de ideias, é de se concluir que as autarquias federais, a exemplo da IFBaiano, não poderiam ser donatárias de equipamentos de informática com base no art. 7º, inciso I, da Lei nº 14.479, de 2022, salvo se houver indicação nesse sentido do órgão gestor do Programa Computadores para Inclusão, o que não se deu no caso concreto. O multicitado PARECER n. 00027/2023/VRD/ESTRATEG/E-CJU/RESIDUAL/CGU/AGU é conclusivo quanto ao tema:

54. *Pois bem. A pergunta cuja resposta se faz necessária é saber se o art. 8º do Decreto federal nº 9.373, de 2018 aplica-se quando se tratar de doação microcomputadores de mesa, monitores de vídeo, impressoras e demais equipamentos de informática, eletroeletrônicos, peças-parte ou componentes, classificados como ociosos, recuperáveis, antieconômicos ou irrecuperáveis, disponíveis para reaproveitamento, considerando o advento do inciso I do art. 7º da Lei federal nº 14.479, de 2022, cujo teor, para fins de fluência da leitura ora reiteramos:*

Art. 7º Presentes razões de interesse social, a doação poderá ser efetuada pelos órgãos integrantes da administração pública federal direta, pelas autarquias e pelas fundações, após a avaliação de oportunidade e conveniência relativamente à escolha de outra forma de alienação, quando se tratar de material: I - ocioso, recuperável, antieconômico e irrecuperável, podendo ocorrer em favor dos órgãos e entidades de Estados, Municípios, Distrito Federal, empresas públicas, sociedades de economia mista, instituições filantrópicas, organizações da sociedade civil reconhecidas de utilidade pública federal, estadual ou municipal e organizações da sociedade civil de interesse público; (destaque não do original)

55. *Note-se que o rol de possíveis donatários contemplados no inciso I do art. 7º da Lei federal nº 14.479, de 2022 é parcialmente diferente daquele previsto no art. 8º e do Decreto federal nº 9.373, de 2018.*

56. *Na sistemática prevista no inciso I do art. 7º da Lei federal nº 14.479, de 2022 a União, suas autarquias, fundações públicas, empresas públicas federais e sociedades de economia mista prestadoras de serviços públicos federais não são contempladas. No entanto, o art. 6º, § 3º, da Lei em comento permite que tais entidades sejam donatárias de bens móveis inservíveis, segundo juízo discricionário do órgão gestor do Programa Computadores para Inclusão.*

57. *Já no que diz respeito aos Estados, Distrito federal e Municípios, o inciso I do art. 7º da Lei federal nº 14.479, de 2022, considera-os também como aptos a serem donatários, bem como as suas respectivas empresas públicas e sociedades de economia mista.*

58. *Relativamente às instituições privadas e sem fins lucrativos, segundo o inciso I do art. 7º da Lei federal nº 14.479, de 2022, podem ser donatárias as instituições filantrópicas, organizações da sociedade civil reconhecidas de utilidade pública federal, estadual ou municipal e organizações da sociedade civil de interesse público. Com efeito, se comparado com o inciso V do art. 8º do Decreto federal nº 9.373, de 2018, foram excluídas as associações e cooperativas que atendam aos requisitos previstos no Decreto federal nº 5.940, de 2006.*

59. *Há de se ponderar que a Lei federal nº 14.479, de 21/12/2022 é uma lei específica que institui o Política Nacional de Desfazimento e Recondicionamento de Equipamentos Eletroeletrônicos e dispõe sobre o Programa Computadores para Inclusão. Logo, cuidando-se de ato legislativo, suas disposições se sobrepõem*

àquelas previstas em atos normativos infralegais, tais como os decretos e/ou regulamentos. Trata-se de aplicação do princípio da estrita legalidade, previsto no art. 5º, inciso II c/c o art. 37, caput, da Constituição de 1988.

6o. Logo, no que diz respeito a microcomputadores de mesa, monitores de vídeo, impressoras e demais equipamentos de informática, eletroeletrônicos, peças-partes ou componentes, classificados como ociosos, recuperáveis, antieconômicos ou irrecuperáveis, disponíveis para reaproveitamento, não se aplica o disposto no art. 8º do Decreto federal nº 9.373, de 2018, mas, sim, o previsto no artigo 7º, inciso I, da Lei federal nº Lei federal nº 14.479, de 21/12/2022. (grifos no original).

13. Poder-se-ia aventar a possibilidade de doação desses equipamentos com arrimo no inciso III do art. 7º da mesma lei:

“Art. 7º Omissis:

(...)

III - *destinado à execução descentralizada de programa federal, podendo ocorrer em favor dos órgãos e entidades da administração direta e indireta da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios e dos consórcios intermunicipais, para utilização pelo órgão ou entidade executora do programa, hipótese em que se poderá fazer o tombamento do bem diretamente no patrimônio do donatário, no caso de material permanente, lavrado, em todos os casos, registro no processo administrativo competente*”. (grifos acrescentados).

14. Ocorre que não há nos autos elementos que possibilitem afirmar que a doação dos bens listados no doc. 1 tem por finalidade a execução descentralizada de programa federal, inclusive porque o Ministério das Comunicações (MCOM) pontuou que os órgãos do executivo federal deveriam encaminhar seus desfazimentos de Equipamentos Eletroeletrônicos de forma prioritária por meio do Programa Computadores para a Inclusão (PCI), não tendo o IFBaiano se habilitado para tal no âmbito do EDITAL Nº 189/2024/MCOM - BCB/ADSAL-2025/247135.

15. De toda sorte, recomendo que a área técnica diligencie no sentido de aferir se o IFBaiano ostenta a qualidade de executora de programa federal, enviando, se for o caso, ofício ao MCOM com vistas à obtenção dessa informação, a depender de cuja resposta poderá ser avaliada a eventual possibilidade de doação àquela autarquia com base no inciso III, do art. 7º da lei em comento.

16. Evidenciada a impossibilidade de doação dos bens em apreço ao IFBaiano por conta das restrições impostas pela Lei nº 14.479, de 2022, sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, resta examinar se haveria outra forma que viabilizasse a sua transferência àquela autarquia.

17. Sob a regência da Lei nº 14.133, de 1º de abril de 2021, apenas seriam admitidas permuta e venda tendo em vista a natureza dos bens que se pretendem alienar:

Art. 76. A alienação de bens da Administração Pública, subordinada à existência de interesse público devidamente justificado, será precedida de avaliação e obedecerá às seguintes normas:

(...)

II - tratando-se de bens móveis, dependerá de licitação na modalidade leilão, dispensada a realização de licitação nos casos de:

a) **doação**, permitida exclusivamente para fins e uso de interesse social, após avaliação de oportunidade e conveniência socioeconômica em relação à escolha de outra forma de alienação;

b) **permuta**, permitida exclusivamente entre órgãos ou entidades da Administração Pública;

c) venda de ações, que poderão ser negociadas em bolsa, observada a legislação específica;

d) venda de títulos, observada a legislação pertinente;

e) venda de bens produzidos ou comercializados por entidades da Administração Pública, em virtude de suas finalidades;

f) **venda de materiais e equipamentos sem utilização previsível por quem deles dispõe para outros órgãos ou entidades da Administração Pública**. (grifos no original).

18. Já com fundamento no Decreto nº 9.373, de 11 de maio de 2018, o Banco Central do Brasil (BCB) poderia lançar mão do instituto da cessão de uso, assim considerada como o ato administrativo em que o Poder Público consente com o uso gratuito de bem público por órgãos da mesma ou diversa pessoa jurídica, por prazo certo e determinado, incumbida de desenvolver atividade de interesse social.

19. Deveras, o art. 4º do referido decreto assim dispõem:

“Art. 4º A cessão, modalidade de movimentação de bens de caráter precário e por prazo determinado, com transferência de posse, poderá ser realizada nas seguintes hipóteses:

I - entre órgãos da União;

II - entre a União e as autarquias e fundações públicas federais; ou

III - entre a União e as autarquias e fundações públicas federais e os Estados, o Distrito Federal e os Municípios e suas autarquias e fundações públicas.

Parágrafo único. A cessão dos bens não considerados inservíveis será admitida, excepcionalmente, mediante justificativa da autoridade competente.”

20. Nesse sentido, haveria respaldo jurídico para, observadas as formalidades pertinentes, realizar a cessão dos equipamentos de informática ao IFBaiano como medida de colaboração entre órgãos públicos.

CONCLUSÃO

21. Ante o exposto, em resposta aos questionamentos da área técnica, tem-se que:

I - é vedado a esta Autarquia realizar a **doação** de bens de informática ao IFBaiano amparado no Acordo de Cooperação Técnica (ACT) existente, sob pena de violação aos princípios da legalidade estrita e da hierarquia das fontes normativas, sem prejuízo do disposto no parágrafo 15 deste parecer;

II - é juridicamente viável a **cessão** de uso dos equipamentos de informática ao IFBaiano com base no Decreto nº 9.373, de 11 de maio de 2018, observados os limites e formalidades aplicáveis.

22. Em qualquer caso, recomenda-se que a área técnica submeta previamente o assunto a esta Procuradoria-Geral, antes de concretizar o eventual desfazimento dos bens em tela.

À sua consideração.

JOSÉ HENRIQUE REIS RODRIGUES

Procurador do Banco Central
Procuradoria Especializada de Consultoria Administrativa (PRADM)
OAB/MG 83.763

(Seguem despachos.)

De acordo.

À Subprocuradora-Geral.

JULIANA MARQUES FRANCA

Subprocuradora-Chefe do Banco Central
Procuradoria Especializada de Consultoria Administrativa (PRADM)
OAB/DF 27.865

Aprovo.

À Adsal.

CHIARELY MOURA DE OLIVEIRA

Subprocuradora-Geral do Banco Central
Câmara de Consultoria Administrativa (CC3PG)
OAB/DF 60.743