

Alocação de Riscos em Arranjos de Cartão: Responsabilidade pelo inadimplemento do emissor

Maio de 2026

Apresentação

Um portador de cartão, ao realizar uma compra, põe em marcha uma cadeia de obrigações entre diversos participantes do que hoje se chama de *arranjo de pagamento*. O estabelecimento comercial entrega o bem ou presta o serviço ao portador do cartão antes de receber qualquer recurso financeiro. O emissor do cartão tipicamente se obriga perante uma credenciadora. E a credenciadora assume a obrigação de pagar o estabelecimento comercial antes de receber do emissor. São obrigações autônomas, que se sucedem no tempo sem liquidação simultânea.

Essa sequência de obrigações autônomas e escalonadas no tempo faz com que o risco de inadimplemento ultrapasse as relações bilaterais imediatas entre os participantes: o inadimplemento de um agente pode propagar seus efeitos ao longo da cadeia, comprometendo a capacidade dos demais de cumprir suas próprias obrigações. Esse risco não se resolve apenas no nível individual. A coesão da cadeia depende também da atuação organizadora do instituidor do arranjo, usualmente conhecido como *bandeira*, que define as regras de participação dos agentes e estrutura os fluxos operacionais e financeiros entre eles.

Este estudo examina, em particular, quem deve suportar o risco de inadimplemento do emissor nos arranjos de pagamento por cartão, isto é, quem deve assegurar a liquidação das transações quando o emissor não cumpre suas obrigações. A análise se desenvolve a partir de três perspectivas convergentes:

- 1 A perspectiva econômica evidencia que o instituidor concentra o controle sobre a composição do sistema, o acesso à informação relevante e a capacidade de definir as condições sob as quais o risco se forma. Quem controla a formação do risco e detém a informação relevante para geri-lo é também quem deve responder por ele.
- 2 A perspectiva operacional mostra que a sistemática de aceitação universal dos cartões (*honor all cards rule*) impede que credenciadoras e estabelecimentos comerciais selecionem emissores ou administrem individualmente sua exposição ao risco de crédito. Quem não pode selecionar com quem opera não pode ser responsabilizado pelo risco daqueles que não elegeu.
- 3 A perspectiva regulatória revela que a regulação dos arranjos de pagamento já concentra no instituidor a responsabilidade pelo gerenciamento de riscos e pela cobertura residual das transações autorizadas no âmbito do arranjo. A disciplina regulatória traduz assim, no plano jurídico, a centralidade do instituidor na organização e no gerenciamento dos riscos do arranjo.

Em conjunto, essas linhas mostram que a atribuição ao instituidor da responsabilidade pela liquidação das obrigações inadimplidas pelo emissor não é mera imposição externa, mas decorrência da posição de controle, informação e organização que ele exerce no arranjo.

A questão não é apenas técnica. Um sistema em que a responsabilidade pela liquidação está mal alocada é um sistema menos confiável. Alocar o risco ao agente errado produz incentivos distorcidos na admissão e no monitoramento de participantes, pressiona a precificação dos serviços e fragiliza o arranjo nos momentos em que sua solidez é mais necessária. É essa solidez, em última análise, que faz do cartão um instrumento de inclusão financeira, e não apenas de conveniência.

Autor

Bruno Meyerhof Salama

Professor na FGV Direito SP e em UC Berkeley. Doutor em direito por UC Berkeley.

Índice

Introdução	04
1. Formação do risco de crédito no arranjo	05
1.1. Estrutura e participantes	05
1.2. Fluxo das transações	05
1.3. Especificidades do mercado brasileiro	07
2. Perspectiva econômica	09
2.1. Controle e informação na alocação de risco	09
2.2. Posição do instituidor do arranjo	09
2.3. Quando controle e responsabilidade se dissociam	10
3. Perspectiva operacional	11
3.1. Sistemática da aceitação universal	11
3.2. Limites à gestão individual do risco	12
3.3. Aceitação universal e alocação do risco	13
4. Perspectiva regulatória	13
4.1. Consolidação e evolução do arcabouço regulatório	14
4.2. Escopo das obrigações do instituidor	15
4.3. Confirmação institucional	17
4.4. O regulamento como instrumento de execução	18
5. Implicações sistêmicas	20
5.1. Propagação de falhas	20
5.2. Efeitos sobre precificação e composição do mercado	20
5.3. Incentivos à admissão e ao monitoramento de participantes	21
6. Síntese e conclusão	21



Nas últimas duas décadas, a expansão dos arranjos de pagamento por cartão no Brasil alcançou segmentos da população historicamente excluídos do sistema financeiro formal. Trabalhadores informais, microempreendedores e consumidores de baixa renda passaram a realizar, com cartões, transações antes restritas ao dinheiro em espécie e ao cheque.

Esse processo foi impulsionado por uma política pública de promoção da competição. A abertura do mercado foi viabilizada pelo arcabouço regulatório instituído pela Lei nº 12.865/2013 e por medidas promovidas pelo Banco Central do Brasil (BCB) e pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), que permitiram a entrada de novos emissores e credenciadoras, reduziram os custos de uso e aceitação e tornaram o instrumento acessível a uma base crescente de usuários. O cartão deixou de ser privilégio e tornou-se vetor de inclusão.

A ampliação da oferta e a redução de tarifas explicam parte desse avanço. A outra parte repousa sobre uma condição mais fundamental: a confiança. O estabelecimento comercial que aceita o cartão de um cliente desconhecido entrega o bem ou presta o serviço antes de receber qualquer recurso financeiro porque confia que receberá os recursos correspondentes. Não confia especificamente no cliente, cujo histórico de crédito desconhece; tampouco confia especificamente no

emissor, com quem não tem qualquer relação. Confia no arranjo, na marca. É essa confiança, estruturada e previsível, que torna possível a aceitação generalizada do cartão no varejo.

A confiança do estabelecimento comercial no arranjo não é uma mera percepção vaga. É o produto de uma arquitetura jurídica deliberada: a organização do sistema de modo que a liquidação das transações autorizadas ocorra de forma previsível, independentemente do comportamento de qualquer participante individual.

Essa arquitetura, no entanto, não opera sem risco. A autorização da transação, a entrega do bem ou serviço e a liquidação financeira não ocorrem simultaneamente. A credenciadora paga o estabelecimento antes de receber do emissor. No mercado brasileiro, essa defasagem é amplificada por duas características distintas do padrão dos principais mercados internacionais: o prazo de liquidação entre emissor e credenciadora, que pode chegar a 28 dias, e o parcelamento sem juros, que faz com que uma única autorização origine múltiplas obrigações de liquidação distribuídas ao longo de meses. O resultado é uma exposição agregada de grande magnitude.

Compreender essa arquitetura exige examinar três perspectivas: a econômica, que permite identificar onde o controle e a informação estão concentrados; a operacional, que revela os limites à gestão descentralizada da exposição; e a

regulatória, que traduz essa estrutura em obrigações jurídicas.



1. Formação do risco de crédito no arranjo

Os arranjos de pagamento de cartão de crédito estruturam a captura, o processamento e a liquidação das transações entre seus participantes. Desse encadeamento resulta a exposição entre esses agentes. No Brasil, ela assume características próprias.

1.1 Estrutura e participantes

A configuração mais comum é conhecida como *arranjo de quatro partes*. Nela participam o portador, o emissor, a credenciadora e o estabelecimento comercial, sob a coordenação do instituidor do arranjo de pagamento.

O portador é a pessoa física ou jurídica que detém o cartão e o utiliza para adquirir determinado bem ou serviço.

O emissor disponibiliza o cartão ao portador, concede o crédito utilizado na transação e, ao autorizar a operação, assume a obrigação de transferir recursos à credenciadora.

A credenciadora habilita estabelecimentos comerciais a

aceitar cartões, captura transações, recebe os recursos correspondentes do emissor e efetua o pagamento ao estabelecimento comercial.

O estabelecimento comercial é a pessoa física ou jurídica que aceita o cartão como meio de pagamento pelos bens ou serviços que oferece. Ao realizar a venda, passa a ter direito ao recebimento dos valores correspondentes perante a credenciadora.

O instituidor do arranjo (comumente denominado “bandeira” do cartão, ou simplesmente “instituidor”) define as regras de funcionamento, estabelece as condições de participação dos agentes e fixa os padrões operacionais e de liquidação aplicáveis às transações do arranjo. Por meio dessas funções, coordena o funcionamento do arranjo como um todo.

1.2 Fluxo das transações

Entre a realização de uma transação com cartão de crédito pelo portador e o recebimento dos recursos pelo estabelecimento comercial, distinguem-se quatro etapas: a autorização da transação, o pagamento da fatura pelo portador, a liquidação entre emissor e credenciadora e o pagamento ao estabelecimento comercial.

Como o fluxo funciona



A autorização ocorre quando o cartão é utilizado para a realização da compra.

➤ Nessa etapa, o emissor aprova a transação e assume a obrigação de transferir os recursos correspondentes à credenciadora.

➤ Simultaneamente, o portador assume a obrigação de pagar ao emissor, e a credenciadora assume a obrigação de repassar os valores ao estabelecimento comercial.



Ao final do mês, o portador realiza o pagamento da fatura do cartão.

➤ Caso o portador não cumpra essa obrigação, o saldo devedor pode ser financiado pelo próprio emissor ou cedido a uma instituição financeira terceira, permitindo que a liquidação prossiga.



Em torno de 28 dias após a autorização da compra, o emissor transfere os recursos à credenciadora em cumprimento à obrigação assumida naquele momento inicial.



Em geral até 30 dias da autorização da transação, e no prazo de 2 dias após o recebimento dos recursos do emissor, a credenciadora efetua o repasse ao estabelecimento comercial dos valores correspondentes.

➤ Caso o estabelecimento não queira aguardar esse prazo, pode contratar menor prazo de liquidação junto à credenciadora (antecipação de recebíveis) ou negociar seus recebíveis com terceiros. Essa opção, contudo, não altera a estrutura da exposição: a credenciadora permanece obrigada perante o estabelecimento comercial, independentemente do efetivo recebimento dos recursos do emissor.

1.3 Especificidades do mercado brasileiro

O mercado brasileiro de cartões de crédito distingue-se dos principais mercados internacionais em dois aspectos relevantes para os presentes fins: o prazo de liquidação das transações e o parcelamento de transações pelo estabelecimento comercial (conhecido como “parcelado sem juros”).

1.3.1 Prazo de liquidação (D+28)

O prazo usual para a liquidação entre emissor e credenciadora no Brasil é de aproximadamente 28 dias contados da autorização da transação, seguido de prazo de 2 dias para o repasse ao estabelecimento comercial. Esse prazo é significativamente mais longo do que o observado em outros mercados. Nos Estados Unidos e em mercados europeus, por exemplo, a liquidação entre emissor e credenciadora tipicamente ocorre em 1 a 3 dias úteis, seguida de prazo semelhante para o repasse ao estabelecimento comercial.

Essa particularidade não é aleatória, mas consequência do histórico macroeconômico brasileiro. Nos Estados Unidos, país pioneiro no uso de cartões de crédito, a popularização do instrumento ocorreu na década de 1960.¹ À época, o Brasil não era um

mercado tão atrativo para as grandes bandeiras, em razão da alta inflação e das restrições da política cambial.²

O primeiro cartão de ampla circulação no país³ só foi lançado em 1968, permitindo que o estabelecimento comercial recebesse à vista mediante desconto ou em aproximadamente 30 dias. No início dos anos 1970, com a entrada de novos atores no mercado, popularizou-se a seguinte dinâmica: o lojista poderia receber os valores à vista (mediante desconto de 8%), em 30 dias (6%) ou em 60 dias (4%).⁴

Com o avanço do processo inflacionário a partir da década de 1980, a liquidação à vista exigia que o emissor embutisse o custo inflacionário no desconto cobrado do estabelecimento, inviabilizando a operação. O prazo de 30 dias se consolidou porque permitia ao emissor casar o recebimento da fatura do portador com o repasse à credenciadora, reduzindo sua exposição aos surtos inflacionários.

A estabilização monetária promovida pelo Plano Real a partir de 1994 eliminou as condições que haviam gerado esse prazo. O prazo, porém, permaneceu, sedimentado pelas práticas contratuais existentes e pela estrutura de precificação do setor.

Esse prazo, hoje convencionado em D+28 para a liquidação entre emissor e

¹EVANS, David; SCHMALENSSEE, Richard. *Paying with Plastic: The Digital Revolution in Buying and Borrowing*. Cambridge (US): MIT Press, 2001, p. 65–66.

²COSTA, Fernando Nogueira da; COSTA, Carlos Anibal Nogueira da; OLIVEIRA, Giuliano Contento de. *Mercado de Cartões de Pagamentos no Brasil*. São Paulo: ABECS, 2010, p. 72.

³Tecnicamente, os cartões já existiam no Brasil desde 1956, mas a sua circulação era restrita a um pequeno número de associados. *Ibidem*, p. 71.

⁴*Ibidem*, p. 73 e 78.

credenciadora seguida de 2 dias para o repasse ao estabelecimento, acabou facilitando a entrada de novos emissores no mercado. Um prazo mais longo entre a autorização da transação e o pagamento à credenciadora permite que o emissor case esse fluxo de saída com o recebimento da fatura do portador,⁵ reduzindo a necessidade de capital de giro e, portanto, a barreira financeira à entrada e à competição. Esse mesmo prazo longo, por outro lado, prolonga estruturalmente o período durante o qual a credenciadora permanece exposta ao risco de crédito do emissor, de forma mais acentuada do que em outras jurisdições.

1.3.2 Parcelamento sem juros

Além do prazo de liquidação mais extenso, o mercado brasileiro se caracteriza pela ampla utilização do parcelamento sem juros. Nessa modalidade, o valor da transação é dividido em parcelas mensais, sem acréscimo de encargos financeiros para o portador. Cada transação parcelada dá origem a múltiplas obrigações de liquidação, correspondentes às parcelas, que se distribuem ao longo do tempo.

O parcelamento sem juros também tem origem histórica. Durante o período inflacionário, a modalidade era inviável para os emissores: parcelar a fatura sem cobrar encargos significava receber no futuro valores corroídos pela inflação acumulada entre as parcelas. Mas com a estabilização, essa restrição deixou de existir, e o

parcelamento sem juros emergiu como alternativa de financiamento do consumo.

Assim, o estabelecimento que antes concedia prazo ao consumidor via cheque pré-datado, assumindo o risco de inadimplência e os riscos operacionais, passou a oferecer o parcelamento via cartão, transferindo o risco de crédito ao emissor e recebendo do arranjo a garantia de pagamento independentemente do comportamento do portador.

Para o portador, o parcelamento permite a diluição de despesas elevadas no tempo, reduzindo seu impacto na renda mensal. E para o estabelecimento, parcelar via cartão é mais seguro do que parcelar via cheque pré-datado, o que tende a se refletir em condições mais favoráveis ao seu cliente, o portador.⁶

O parcelamento sem juros não foi produto de uma política deliberada de crédito ao consumo. Foi a formalização de um tipo de prática que já estruturava o varejo brasileiro há décadas. Significou, porém, que cada transação parcelada origina múltiplas obrigações de liquidação distribuídas ao longo do tempo, ampliando o horizonte de exposição da credenciadora ao risco de crédito do emissor.

1.3.3 Consequências para o arranjo

A combinação de prazo de liquidação mais longo e parcelamento sem juros traz uma consequência clara:

⁵BRASIL. Banco Central do Brasil e outros. Relatório sobre a Indústria de Cartões de Pagamentos. Brasília, 2010, p.6.

⁶Para análise das implicações de política pública do parcelamento sem juros no cartão de crédito, ver SALAMA, Bruno Meyerhof. FILHO, Osny da Silva. O parcelamento sem juros deve ser restringido? Correio Braziliense, 2023.

horizonte de exposição da credenciadora ao risco de crédito do emissor mais prolongado do que o observado em outras jurisdições, e maior volume de obrigações em aberto. No Brasil, o tempo médio entre a realização da transação e a entrega total dos recursos ao estabelecimento comercial é de aproximadamente dois meses, e o estoque de obrigações a liquidar nos arranjos de cartão de crédito, a qualquer tempo, alcança cerca de R\$ 480 bilhões, equivalente a 3,9% do PIB.⁷ É sobre esse estoque que recai a questão da alocação de risco examinada nos capítulos seguintes.



2. Perspectiva Econômica

Como visto, na estrutura do arranjo, a credenciadora assume obrigação perante o estabelecimento comercial antes e independentemente de receber os recursos do emissor. No mercado brasileiro, essa obrigação se prolonga por período significativamente mais longo do que em outros mercados de referência. Essa circunstância torna mais aguda a questão de como o risco decorrente dessa configuração deve ser alocado entre os participantes do arranjo.

2.1 Controle e informação na alocação de risco

Em sistemas com múltiplos participantes, a alocação de risco pode ser analisada a partir da relação entre

três elementos: o controle sobre as condições que determinam a probabilidade e a magnitude das perdas, o acesso à informação relevante para monitorar esse risco e a responsabilidade pelas perdas quando o risco se materializa.

Quando esses elementos se concentram em um mesmo agente, a estrutura tende a produzir incentivos alinhados: a decisão sobre o risco, sua avaliação e a absorção de suas consequências se concentram no mesmo agente. Trata-se, do ponto de vista econômico, de um caso de alinhamento entre controle e responsabilidade, associado à internalização dos efeitos das decisões sobre o risco.

Por outro lado, quando esses elementos se dissociam, surgem distorções. O agente que controla o risco, mas não responde pelas perdas, tende a gerar exposições mal avaliadas e a acumular risco não gerido — situação análoga ao que a literatura econômica descreve como *moral hazard*. O agente que suporta as perdas, mas não controla o risco nem dispõe de informação adequada para avaliá-lo, não consegue precificá-lo nem mitigá-lo de forma eficaz.

2.2 Posição do instituidor do arranjo

Aplicado à estrutura do arranjo, o critério evidencia a posição distinta do instituidor em comparação com os demais participantes do arranjo.

⁷Voto nº 159/2025–BCB. Brasília, 2025, item 26.

Do ponto de vista de controle, o instituidor define a composição do sistema, estabelecendo as condições de entrada e permanência dos participantes, inclusive emissores, e as regras operacionais que condicionam a geração e a materialização do risco. Essas regras abrangem parâmetros de autorização, limites de emissão, níveis de alavancagem, critérios de remuneração, condições de liquidação e mecanismos de funcionamento do sistema. Por meio desse conjunto de definições, o instituidor influencia diretamente a probabilidade e a magnitude das perdas.

Ainda no que toca ao controle, o instituidor estabelece os mecanismos de mitigação, como critérios de mensuração de exposições, exigências de garantias e instrumentos de cobertura, calibrando o nível de proteção do arranjo. Trata-se de posição que não encontra paralelo na situação dos demais participantes do arranjo.

Do ponto de vista informacional, o instituidor dispõe de visão agregada sobre o sistema, que lhe permite observar o volume de transações autorizadas e não liquidadas, a concentração de exposições e sinais de deterioração de participantes. Essa visão não está ao alcance dos demais participantes, que operam sem acesso às informações agregadas do sistema.

A credenciadora opera sem acesso à informação agregada acerca da qualidade creditícia do emissor e sem capacidade de influenciar a

composição do arranjo ou suas regras. Não pode escolher de quais emissores aceitará as transações, sendo obrigada a honrar perante o estabelecimento comercial todas as transações originadas por emissores admitidos no arranjo pelo instituidor. Tampouco dispõe de meios para discriminar transações por emissor no momento da autorização ou de poder de barganha para exigir garantias bilateralmente junto a emissores específicos, como observado pelo BCB.⁸

A atribuição à credenciadora da responsabilidade pelo risco de crédito do emissor implicaria, nessa configuração, uma dissociação entre controle, informação e responsabilidade. O risco seria suportado por um agente que não controla sua formação nem dispõe de instrumentos para geri-lo.

2.3 Quando controle e responsabilidade se dissociam

Quando há dissociação entre controle, informação e responsabilidade, isto é, quando o risco é suportado por agentes que não o controlam, enquanto aqueles com maior capacidade de controle e informação não são responsáveis diretos por sua absorção, os incentivos à gestão rigorosa se enfraquecem e o risco migra para agentes sem condições de administrá-lo.

Por um lado, quando o agente que define as condições de criação do risco não internaliza integralmente as

⁸Voto BCB nº 179/2015, item 13.

consequências de sua materialização, a disciplina na gestão do risco tende a se reduzir. No caso do instituidor, isso significa enfraquecimento dos incentivos à seleção criteriosa e ao monitoramento rigoroso dos emissores admitidos no arranjo.

Por outro lado, o risco que o instituidor deixa de gerir adequadamente é transferido para agentes que não dispõem de controle nem de informação suficiente para geri-lo, o que compromete tanto a capacidade de precificação quanto a adoção de medidas eficazes de mitigação. O agente que suporta a perda não tem acesso às condições que determinam sua formação e, portanto, não pode atuar sobre elas.

A combinação desses dois efeitos produz uma estrutura em que o risco se acumula de forma difusa e opaca. As exposições se distribuem entre agentes que não têm visão do conjunto e tendem a se tornar visíveis apenas quando ocorre a falha de um participante. Nesse momento, já não podem ser geridas de forma eficaz. Em sistemas com múltiplos participantes, esse resultado não é corrigível por mecanismos descentralizados: a fragmentação do risco é ela própria consequência da fragmentação do controle e da informação.



3. Perspectiva Operacional

A alocação de risco consistente com a estrutura dos arranjos de pagamento decorre da relação entre controle, informação e responsabilidade. Essa

lógica se confirma na forma de funcionamento do sistema. Em particular, a sistemática de aceitação universal, que traduz no plano operacional a estrutura do arranjo, delimita a capacidade dos participantes de gerir a exposição ao risco de crédito do emissor e evidencia a insuficiência de soluções baseadas na gestão descentralizada dessa exposição.

3.1 Sistemática da aceitação universal

A operação dos arranjos de pagamento por cartão é estruturada em torno de uma regra fundamental: uma vez credenciado em determinado arranjo, o estabelecimento comercial aceita todos os cartões vinculados à bandeira, independentemente do emissor. Essa sistemática de aceitação universal (*honor all cards rule*) organiza o funcionamento do sistema.

No momento da venda, as transações são processadas segundo regras padronizadas, sem discriminação por emissor. O estabelecimento comercial não escolhe o emissor com o qual irá transacionar, nem avalia sua situação financeira. A credenciadora, por sua vez, captura e processa as transações autorizadas no âmbito da rede nos mesmos termos. Nem o estabelecimento comercial nem a credenciadora, portanto, selecionam o emissor das transações realizadas no arranjo.

Essa ausência de seleção por emissor decorre de uma definição estrutural

anterior. Ao ingressar no arranjo, o estabelecimento comercial aceita transacionar com qualquer emissor participante; ao integrá-lo, a credenciadora aceita processar qualquer transação autorizada em seu âmbito. A ausência de discriminação por emissor no momento da venda não é, assim, uma escolha operacional tomada em cada transação, mas consequência da própria forma de organização do arranjo.

Essa forma de funcionamento reflete a estrutura do arranjo, na qual a composição dos participantes e as condições de operação são definidas em nível central, pelo instituidor do arranjo. A credenciadora não participa da definição de quais emissores integram o arranjo, nem dispõe de mecanismos para condicionar sua exposição à avaliação individual de cada emissor. A exposição ao risco de crédito do emissor decorre, assim, da participação no arranjo e das condições sob as quais ele opera, e não de decisão individual dos participantes expostos.

3.2 Limites à gestão individual do risco

Os participantes expostos ao risco de crédito do emissor não dispõem dos elementos necessários para gerir individualmente essa exposição. A limitação não se restringe à impossibilidade de selecionar emissores no momento da transação: ela alcança também a gestão da

exposição já assumida no âmbito do arranjo.

Em primeiro lugar, a credenciadora não define quais emissores integram o arranjo nem controla sua permanência. Tampouco dispõe de informação agregada sobre o conjunto de exposições formadas no sistema nem pode ajustar, no fluxo corrente, o conjunto de transações que processa. A composição do risco ao qual está exposta forma-se, assim, sem controle ou visibilidade integral por parte da credenciadora.

Além disso, a posição da credenciadora no arranjo não lhe confere instrumentos efetivos de reação em relação ao emissor. A credenciadora não pode recusar as transações do emissor, não pode exigir sua saída do arranjo e não tem visibilidade sobre as garantias detidas pelo instituidor. A isso se soma o fato de que a regulação passou a vedar expressamente a exigência de garantias entre participantes do arranjo,⁹ positivando limitação no geral inerente à estrutura operacional do sistema.

O estabelecimento comercial opera em situação ainda mais limitada. Sem relação direta com o instituidor, não participa da definição das regras do arranjo nem acessa as informações disponíveis à credenciadora sobre o processamento das transações. Sua exposição ao risco do emissor forma-se, assim, sem mecanismos próprios de monitoramento, controle ou ajuste.

⁹Resolução BCB nº 150/2021, Anexo I, Art. 35-E, incluído pela Resolução BCB nº 522/2025. A limitação já era reconhecida pelo regulador anteriormente: a exposição de motivos da Circular BCB nº 3.765/2015, registrava que credenciadoras entrantes encontravam dificuldade prática de obter garantias dos emissores, uma vez que estes já comprometiam suas garantias com as credenciadoras incumbentes. (Voto nº 179/2015-BCB, item 13).

Nessa configuração, a exposição ao risco de crédito do emissor não pode ser gerida individualmente pelos participantes expostos. A ausência simultânea de controle sobre a composição do risco, de acesso à informação relevante e de instrumentos de ajuste impede que a exposição seja gerida de forma descentralizada no âmbito do arranjo.

3.3 Aceitação universal e alocação do risco

A aceitação universal pressupõe que a liquidação das transações ocorrerá nos termos previstos, independentemente do emissor. É essa previsibilidade que permite ao sistema funcionar sem que estabelecimentos comerciais e credenciadoras precisem avaliar, em cada operação, o risco de crédito subjacente. Sem ela, a sistemática de aceitação universal não seria operacionalmente viável: cada participante precisaria selecionar os emissores com os quais aceita transacionar, comprometendo o próprio funcionamento do arranjo.

Essa previsibilidade da liquidação não decorre da atuação individual dos participantes expostos. Como demonstrado nas seções anteriores, credenciadoras e estabelecimentos comerciais não controlam a composição do risco a que se expõem, não dispõem de informação suficiente sobre as exposições formadas no sistema e não possuem instrumentos adequados para gerir individualmente essas exposições. A previsibilidade

necessária ao funcionamento do arranjo resulta, assim, da própria estrutura do sistema e dos mecanismos organizados em nível central.

Quem não pode selecionar com quem opera nem gerir individualmente sua exposição ao risco não pode ser responsabilizado pelo risco daqueles que não elegeu. O arcabouço regulatório aplicável aos arranjos de pagamento incorpora essa sistemática operacional, como se examina no capítulo seguinte.



4. Perspectiva Regulatória

A análise desenvolvida no capítulo anterior demonstrou que a previsibilidade da liquidação é pressuposto para o funcionamento do arranjo e não pode ser assegurada pela gestão individual dos participantes expostos. Essa limitação decorre da própria lógica de funcionamento do sistema, em particular da sistemática de aceitação universal, que impõe limites à capacidade de controle e de gestão descentralizada da exposição ao risco de crédito do emissor.

A regulação aplicável aos arranjos de pagamento não cria um regime autônomo de alocação de responsabilidades, mas organiza, no plano jurídico, exigências que já decorrem do funcionamento desses arranjos. A partir desses elementos, a análise do arcabouço normativo examina como a regulação concentra no instituidor as funções de gerenciamento de riscos, preservação

dos fluxos de pagamento e cobertura residual em situações de insuficiência dos mecanismos ordinários.

4.1 Consolidação e evolução do arcabouço regulatório

O arcabouço regulatório aplicável aos arranjos de pagamento estruturou-se a partir da Lei nº 12.865/2013, que instituiu o regime jurídico desses arranjos e atribuiu ao Banco Central do Brasil competências para sua regulação, vigilância e supervisão.

De início, a Circular BCB nº 3.682/2013 estabeleceu a responsabilidade do instituidor pelo gerenciamento de riscos no âmbito de seu arranjo,¹⁰ atribuindo-lhe a definição das regras de funcionamento e dos critérios de participação, bem como a implementação de estruturas de governança e controle de riscos.¹¹

A Circular BCB nº 3.765/2015¹² introduziu, no âmbito do processo de liquidação do arranjo, o conceito de gerenciamento centralizado do risco de falha de participantes. A Circular BCB nº 3.815/2016¹³ ampliou esse conceito para os riscos de liquidez e de crédito.

Em 2021, a Resolução BCB nº 150/2021 consolidou em disciplina integrada o arcabouço normativo aplicável aos arranjos integrantes do

Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), incluindo os principais arranjos de pagamento envolvendo cartões de crédito, com previsão expressa da obrigação do instituidor de assegurar os fluxos de pagamento e a liquidação das transações no âmbito do arranjo.¹⁴ Ficou assim estabelecido o seguinte:

Art. 31

*O instituidor de arranjos de pagamento que integrem o SPB deve implementar estrutura de gerenciamento contínuo e integrado de riscos [...] capaz de gerenciar, de forma centralizada, riscos entre os participantes, de modo a assegurar os fluxos de pagamentos e de preservar os recursos destinados à liquidação das transações de pagamento necessários ao recebimento pelo usuário final receptor ou o direito ao recebimento desses recursos para o cumprimento dessa mesma finalidade. (grifos nossos)*¹⁵

Mais recentemente, a Resolução BCB nº 522/2025 aprofundou esse arcabouço em duas direções. De um lado, reforçou as obrigações do

¹⁰Circular nº 3.682/2013, redação original, Anexo I, art. 4º, inciso I.

¹¹Circular nº 3.682/2013, redação original, Anexo I, arts. 4º e 16.

¹²Circular nº 3.682/2013, conforme editada pela Circular nº 3.765/2015, Anexo I, art. 27, § 1º.

¹³Circular nº 3.682/2013, conforme editada pela Circular nº 3.815/2016, Anexo I, art. 27, § 1º.

¹⁴Resolução BCB nº 150/2021, redação original, Anexo I, arts. 31 a 33. O gerenciamento de riscos deve realizado por estrutura, capaz de identificar, mensurar, avaliar, monitorar, reportar, controlar e mitigar os riscos do arranjo e que deve contemplar políticas, processos e controles para identificação dos riscos; rotinas e procedimentos de gerenciamento de riscos; processos de rastreamento e de comunicação de exceções às políticas; sistemas dedicados à execução das rotinas e dos procedimentos para o gerenciamento de riscos; e o monitoramento e a auditoria dos participantes.

¹⁵Resolução BCB nº 150/2021, redação original, Anexo I, art. 31, caput, inciso II.

4.2 Escopo das obrigações do instituidor

instituidor no gerenciamento de riscos financeiros e na preservação dos fluxos de pagamento, inclusive em situações de inadimplemento de participantes e de insuficiência de garantias. De outro, reorganizou a estrutura dos mecanismos de gerenciamento de riscos financeiros e estabeleceu patamares mínimos a serem observados pelos instituidores na definição desses mecanismos.¹⁶

O aperfeiçoamento normativo foi precedido da identificação, pelo regulador, de práticas consideradas incompatíveis com a disciplina então vigente, inclusive no que se refere à atribuição, pelos instituidores, de responsabilidades a participantes por riscos sobre os quais não detinham ingerência. Diante desse diagnóstico, o Banco Central promoveu alterações na Resolução BCB nº 150/2021 para reforçar e explicitar as responsabilidades do instituidor pela preservação dos fluxos de pagamento e pela cobertura residual das transações.¹⁷

Nesse contexto, o arcabouço regulatório reflete uma continuidade: as responsabilidades atribuídas ao instituidor estavam presentes desde os primeiros marcos normativos do setor e foram sendo progressivamente explicitadas. A Resolução BCB nº 522/2025 não rompeu com essa lógica. Reforçou e tornou inequívocas obrigações que já estruturavam o funcionamento do arranjo.¹⁸

O arcabouço regulatório atribui ao instituidor funções que estruturam o gerenciamento de riscos ao longo da cadeia de liquidação. Em primeiro lugar, o instituidor exerce função organizadora. Cabe-lhe definir as regras de funcionamento do arranjo, os critérios de participação e as condições operacionais sob as quais as transações são realizadas. É a partir dessas definições que se estruturam as relações entre os participantes e se formam as exposições ao risco no âmbito do arranjo.¹⁹

Em segundo lugar, a regulação atribui ao instituidor a responsabilidade pela implementação de uma estrutura contínua e integrada de gerenciamento de riscos. Essa estrutura deve ser capaz de identificar, mensurar, avaliar, monitorar, controlar e mitigar os riscos associados ao funcionamento do arranjo, incluindo, de forma integrada, os riscos de crédito, de liquidez e operacionais. A regulação exige, nessa dimensão, o monitoramento contínuo dos participantes.²⁰

Em terceiro lugar, as obrigações atribuídas ao instituidor se estendem à preservação dos fluxos de pagamento ao longo de toda a cadeia de liquidação. A estrutura de gerenciamento de riscos deve ser organizada de modo a assegurar que

¹⁶Resolução BCB nº 150/2021, Anexo I, arts. 35-A, 35-B, 35-C e 35-D, na redação dada pela Resolução BCB nº 522/2025.

¹⁷Voto nº 159/2025-BCB, itens 16 e 35.

¹⁸Resolução BCB nº 150/2021, Anexo I, arts. 35-B, § 3º, e 35-C, § 4º, na redação dada pela Resolução BCB nº 522/2025.

¹⁹Resolução BCB nº 150/2021, redação original e conforme editada pela Resolução BCB nº 522/2025, Anexo I, arts. 4º e 19.

²⁰Resolução BCB nº 150/2021, redação original e conforme editada pela Resolução BCB nº 522/2025, Anexo I, arts. 31 a 33 e 37.

as transações autorizadas no âmbito do arranjo sejam liquidadas até o recebimento pelo usuário final recebedor, inclusive em situações de inadimplemento de participantes. Essa obrigação abrange todas as obrigações relativas às transações autorizadas, incluindo parcelas vincendas, e se estende até a instituição domicílio escolhida pelo recebedor.²¹

Em quarto lugar, o arcabouço normativo define quem responde quando os mecanismos ordinários de gerenciamento de riscos se mostram insuficientes. Em situações de inadimplemento ou falha de participante, esses mecanismos devem ser acionados na ordem prevista pela regulação. Quando se mostram insuficientes, a responsabilidade pela cobertura residual das transações permanece atribuída ao instituidor, não sendo afastada pela eventual insuficiência do fundo de garantia ou por disposição divergente prevista no arranjo.²²

A obrigação de assegurar os fluxos de pagamento não se limita à dimensão operacional da liquidação. É precisamente essa consequência que a regulação torna expressa: a insuficiência do fundo de garantia não afasta a responsabilidade do instituidor pela cobertura residual, com recursos próprios, das transações autorizadas no âmbito do arranjo.²³

Essa arquitetura tem uma delimitação normativa expressa. A regulação veda a exigência de garantias entre participantes e proíbe que o instituidor atribua à credenciadora a responsabilidade pelo gerenciamento de riscos das transações capturadas por subcredenciadoras com as quais mantenha relacionamento.²⁴ A estrutura de gerenciamento não se organiza horizontalmente entre participantes. Ela se estrutura a partir do instituidor, que concentra as funções de definição, monitoramento e cobertura residual.

No mesmo sentido, o art. 35-F reconhece formalmente a regra de aceitação universal, estabelecendo a vedação de que credenciadoras e subcredenciadoras restrinjam ou discriminem transações em razão do emissor regularmente habilitado nos arranjos de pagamento.²⁵ Esse reconhecimento normativo reforça a lógica de concentração das funções de gerenciamento de riscos no instituidor.

A disciplina regulatória concentra, assim, no instituidor as funções de organização do arranjo, gerenciamento de riscos e garantia da liquidação das transações autorizadas, inclusive mediante cobertura residual com recursos próprios.

²¹Resolução BCB nº 150/2021, redação original, Anexo I, arts. 31 e 34. Resolução BCB nº 150/2021, conforme editada pela Resolução BCB nº 522/2025, Anexo I, arts. 31, 33 a 35-B e 35-D.

²²Resolução BCB nº 150/2021, Anexo I, arts. 35-C, caput e §4º, e 35-E, na redação dada pela Resolução BCB nº 522/2025.

²³Resolução BCB nº 150/2021, Anexo I, arts. 35-B, §3º, e 35-C, §4º, na redação dada pela Resolução BCB nº 522/2025.

²⁴Resolução BCB nº 150/2021, conforme editada pela Resolução BCB nº 522/2025, Anexo I, art. 35-E.

²⁵Resolução BCB nº 150/2021, conforme editada pela Resolução BCB nº 522/2025, Anexo I, art. 35-F.

4.3 Confirmação institucional

A interpretação institucional dessas obrigações foi sendo afirmada pelo Banco Central ao longo da evolução normativa do setor. Em 2014, o regulador já destacava que o instituidor de arranjo de pagamento deve se responsabilizar pelo gerenciamento do risco de intermediários no âmbito de seu arranjo.²⁶ Em 2015, observou que atribuir a cada credenciador o dever de gerenciar seu risco por meio de chamada de garantia de cada emissor multiplica as interações bilaterais e pode gerar interpretações legais divergentes.²⁷ Em 2016, registrou que a centralização do gerenciamento dos riscos financeiros serve para eliminar ineficiências trazidas pelo gerenciamento bilateral de garantias entre participantes e mitigar tratamentos discriminatórios entre participantes.²⁸

Mais recentemente, no Voto nº 159/2025-BCB, que fundamentou a edição da Resolução BCB nº 522/2025, o regulador identificou práticas consideradas incompatíveis com a estrutura regulatória então vigente, entre as quais a imputação, pelo instituidor, de responsabilidade a participantes por inadimplemento de outros participantes, em desacordo com a regulamentação então vigente.²⁹

O regulador registrou expressamente a existência de "imputação, pelo instituidor, de responsabilidade a um participante por inadimplemento de outro participante, mesmo diante da regulamentação vigente que atribui ao próprio instituidor a responsabilidade pelo gerenciamento centralizado de riscos."³⁰

A referência à "regulamentação vigente" evidencia que, na interpretação adotada pelo Banco Central, essa responsabilidade já decorria do arcabouço regulatório anterior à Resolução BCB nº 522/2025.³¹

Como exemplo dessa prática, o regulador citou expressamente a imputação de responsabilidade à credenciadora "por eventual inadimplemento de emissor caso as garantias recolhidas pelo instituidor não sejam suficientes para cobrir a exposição do emissor, mesmo após a utilização do mecanismo de repasse".³² Destacou ainda que "não há qualquer ingerência do credenciador nos processos de admissão e de gestão de risco de crédito do emissor em um arranjo de pagamento ou da própria seleção de portadores do instrumento de pagamento daquele emissor."³³

Na mesma linha, o Banco Central do Brasil registrou que a edição da

²⁶Banco Central do Brasil. Relatório de Vigilância do Sistema de Pagamentos Brasileiro 2014. Brasília, 2015, p. 14.

²⁷Voto nº 179/2015-BCB. Brasília, 2015, p. 3.

²⁸Banco Central do Brasil. Relatório de Vigilância do Sistema de Pagamentos Brasileiro 2014. Brasília, 2016, p. 11.

²⁹Banco Central do Brasil. Voto nº 159/2025-BCB.

³⁰Voto nº 159/2025-BCB, item 16, f.

³¹Resolução BCB nº 150/2021, Anexo I, arts. 31 a 35, na redação anterior à Resolução BCB nº 522/2025.

³²Voto nº 159/2025-BCB, item 16, f, i.

³³Voto nº 159/2025-BCB, item 16, f, i.

Resolução BCB nº 522/2025 tinha por objetivo promover a "confirmação e reforço das responsabilidades do instituidor, principalmente a de assegurar todas as transações do arranjo, cobrindo eventual fluxo financeiro residual com recursos próprios."³⁴ O regulador também destacou a necessidade de conferir "maior clareza quanto à obrigação de o instituidor assegurar que todas as transações de pagamento autorizadas em seu arranjo serão integralmente pagas ao usuário final recebedor."³⁵

Essa compreensão foi traduzida em disposições expressas pela Resolução BCB nº 522/2025, que introduziu no Regulamento Anexo da Resolução BCB nº 150/2021 os seguintes dispositivos:

Art. 35-B.

[...] § 3º A possibilidade de dispensa de que trata o § 2º não exime o instituidor da responsabilidade de assegurar todas as transações do arranjo, nos termos do art. 35-A.

Art. 35-C.

[...] § 4º Eventual insuficiência de recursos no fundo de garantia do instituidor, ou a não constituição desse fundo, não o exime da responsabilidade de cobrir o fluxo financeiro residual das transações a serem liquidadas em situação extrema.³⁶

Os dispositivos acima tornaram expressa, no plano normativo, a responsabilidade do instituidor pela preservação dos fluxos de pagamento e pela cobertura residual das transações autorizadas no âmbito do arranjo. Sua introdução pela Resolução BCB nº 522/2025 reforçou obrigações já anteriormente atribuídas ao instituidor pelo arcabouço regulatório aplicável.

4.4 O regulamento como instrumento de execução

O regulamento do arranjo é o instrumento por meio do qual o instituidor operacionaliza as obrigações

³⁴Voto nº 159/2025-BCB, item 35, i.

³⁵Voto nº 159/2025-BCB, item 37, b.

³⁶Resolução BCB nº 150/2021, conforme editada pela Resolução BCB nº 522/2025, Anexo I, arts. 35-B, § 3º, e 35-C, § 4º.

definidas pelo arcabouço normativo. No exercício de sua função organizadora, cabe ao instituidor estabelecer as regras de funcionamento do arranjo, os critérios de participação e os mecanismos de gerenciamento de riscos.³⁷ Essa atividade envolve uma margem de conformação de natureza operacional.

Essa margem não se estende, contudo, à redefinição do conteúdo funcional das obrigações atribuídas ao instituidor pelo arcabouço normativo aplicável.³⁸ Ela abrange a definição dos instrumentos e procedimentos por meio dos quais as obrigações regulatórias são implementadas, incluindo a estruturação dos mecanismos de gerenciamento de riscos, a organização de sua execução e os processos de monitoramento.

As razões são de duas ordens: hierárquica e sistêmica. Quanto à primeira, o regulamento do arranjo tem natureza contratual e está subordinado às normas editadas pelo Banco Central do Brasil no exercício de sua competência legal para disciplinar os arranjos de pagamento e fixar regras de gerenciamento de riscos.³⁹ Disposições que contrariem ou afastem obrigações impostas pelo arcabouço regulatório aplicável não podem prevalecer.

Quanto à segunda, a atribuição de responsabilidades de gerenciamento

contínuo e integrado de riscos pressupõe que esses agentes possam efetivamente gerenciar as exposições que assumem.⁴⁰ Credenciadoras, contudo, não participam dos processos de admissão e monitoramento dos emissores, não têm visibilidade sobre as garantias administradas pelo instituidor e não dispõem de mecanismos próprios de controle das exposições do arranjo. Risco sem controle não pode ser gerenciado.

O arcabouço regulatório extrai consequências diretas do fato de que credenciadoras não têm condições de gerenciar esses riscos. Veda que o instituidor lhes atribua responsabilidades por riscos sobre os quais não detêm controle e exige que os participantes tenham ciência clara dos riscos que assumem.⁴¹ A obrigação imposta pelo Banco Central aos instituidores de adequar seus regulamentos à Resolução BCB nº 522/2025, no prazo estabelecido, confirma que o conteúdo desses regulamentos está subordinado às exigências normativas.⁴²

Como se vê, o arcabouço regulatório examinado nesta seção não cria uma lógica autônoma de alocação de responsabilidades. Ele organiza, no plano jurídico, o que decorre da estrutura econômica e operacional do arranjo. A concentração dessas funções no instituidor decorre da forma como o risco se estrutura no arranjo.

³⁷Resolução BCB nº 150/2021, redação original e conforme editada pela Resolução BCB nº 522/2025, Anexo I, arts. 4º, 19 e 31.

³⁸Resolução BCB nº 150/2021, Anexo I, arts. 31 a 33.

³⁹Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, art. 9º, caput, incisos I, IX, alínea b, e XII.

⁴⁰Resolução BCB nº 150/2021, conforme editada pela Resolução BCB nº 522/2025, Anexo I, arts. 31 a 33 e art. 35-E.

⁴¹Resolução BCB nº 150/2021, redação original e conforme editada pela Resolução BCB nº 522/2025, Anexo I, art. 19, XI.

⁴²Resolução BCB nº 522/2025, art. 3º.



5. Implicações sistêmicas

Uma alocação de risco inconsistente com a estrutura do arranjo propaga falhas ao longo da cadeia de liquidação, distorce a precificação e a composição do mercado, e compromete os incentivos à admissão e ao monitoramento de participantes. As implicações dessa desconexão entre controle, gerenciamento e responsabilidade se projetam diretamente sobre o funcionamento e a estabilidade do sistema.

5.1 Propagação de falhas

Se a responsabilidade residual pela liquidação recaísse sobre agentes sem controle sobre a composição do arranjo, a falha do emissor se transmitiria ao longo da cadeia sem mecanismo centralizado de contenção. A credenciadora, vinculada ao pagamento ao estabelecimento comercial por obrigação independente do recebimento dos recursos do emissor, absorveria a ruptura.

O impacto poderia se projetar, em seguida, sobre os estabelecimentos comerciais, que recebem por meio da credenciadora sem controlar a origem do risco. Em escala, esse mecanismo pode afetar simultaneamente um conjunto amplo de estabelecimentos, projetando a falha de um participante sobre o funcionamento do arranjo.

Essas exposições tenderiam a acumular-se de forma pouco observável antes de sua materialização. Quando o inadimplemento se concretizasse, a ruptura tenderia a revelar-se de forma concentrada.

5.2 Efeitos sobre precificação e composição do mercado

Se a responsabilidade pelo risco de crédito do emissor recaísse sobre as credenciadoras, a precificação dos serviços passaria a refletir não apenas a eficiência operacional, mas também a absorção de um risco cuja origem escapa ao controle do agente que o suporta. Credenciadoras com menor capacidade financeira enfrentariam pressão de custo estruturalmente superior.

Isso tenderia a favorecer participantes com maior capacidade de absorção de perdas, independentemente de sua eficiência operacional. O custo transmitido ao mercado passaria a refletir a transferência de risco, e não o valor do serviço prestado.

Essa distorção tenderia a se projetar também sobre a concorrência entre arranjos. Ao exigir menor volume de garantias ou estruturar de forma menos rigorosa seus mecanismos de gerenciamento de risco, o instituidor reduziria artificialmente o custo de participação no arranjo, obtendo vantagem competitiva que decorreria da transferência de risco a agentes sem condições de gerenciá-lo, e não de maior eficiência operacional.

5.3 Incentivos à admissão e ao monitoramento de participantes

Uma alocação de risco inconsistente com o desenho do arranjo afetaria os incentivos do instituidor na admissão e no monitoramento de participantes. Se a responsabilidade residual pela liquidação recaísse sobre agentes que não definem a composição do arranjo, o instituidor não internalizaria as consequências do inadimplemento. A correspondência entre controle e responsabilidade preserva, nesse contexto, a coerência econômica e operacional do arranjo.



6. Síntese e Conclusão

A análise desenvolvida neste estudo identificou correspondência entre a estrutura operacional dos arranjos de pagamento e o arcabouço regulatório aplicável.

Do ponto de vista econômico, a alocação de risco consistente com o arranjo preserva a correspondência entre controle, informação e responsabilidade. O instituidor concentra o controle sobre a composição do sistema, o acesso à

informação relevante e a capacidade de definir as condições sob as quais o risco se forma.

A lógica de aceitação universal reforça esse diagnóstico. Ao eliminar a seleção por emissor no ponto de aceitação, ela torna estruturalmente insuficiente qualquer solução baseada na gestão individual da exposição ao risco de crédito do emissor.

O arcabouço regulatório reflete essa lógica. A concentração, no instituidor, das funções de definição de participantes, gerenciamento de riscos e garantia da liquidação organiza, no plano jurídico, o que já decorre da operação do arranjo. A Resolução BCB nº 522/2025 tornou explícito o que já decorria dessa estrutura.

As implicações sistêmicas examinadas, a propagação de falhas, as distorções na precificação e o desalinhamento de incentivos, convergem para a mesma conclusão: a responsabilidade pela liquidação das transações autorizadas permanece associada ao instituidor, o agente com controle, informação e capacidade de gestão compatíveis com essa responsabilidade.

Conheça nossos estudos



Instituto
PROPAGUE



Instituto
PROPAGUE

O **Propague** é uma iniciativa da **ABIPAG**
em prol da cidadania financeira!

www.abipag.com.br/institutopropague

contato@institutopropague.org

 @institutopropague

 /institutopropague

 @propague

Projeto gráfico: Aurora Nexus Marketing