



Carta Trimestral de Gestão
Crédito Privado | BRZ Investimentos
4T25 - Evolução e Desenvolvimento dos Meios de Pagamentos no Brasil



Evolução e Desenvolvimento dos Meios de Pagamentos no Brasil - 4T 2025

"A inclusão financeira não é um fim em si mesma, mas um meio para um fim. É um facilitador crítico para reduzir a pobreza e aumentar a prosperidade." - Conferência da ONU em 2005

Sumário Executivo

Há menos de 30 anos, grande parte das pessoas recebiam sua renda em **papel-moeda** ou **cheques**, utilizando estes instrumentos para realizar a **maior parte das transações**, principalmente devido ao desincentivo a realizarem transações eletrônicas (como DOC, por exemplo) por apresentarem taxas de transações muitas vezes proibitivas e desvantajosas para o público.

Hoje o cenário é outro. Nestes apenas 30 anos de evolução, tivemos avanços significativos tanto na tecnologia e na infraestrutura em torno dos meios de pagamento, quanto na regulamentação do mercado, **contando com um protagonismo chave do Banco Central do Brasil**.

Decorrente destas mudanças, **os meios de pagamentos passaram por uma mudança significativa**, envolvendo desde a realização das operações e atribuições de responsabilidades até a **interoperabilidade, competitividade e democratização** do mercado.

Assim, esta revolução nos meios de pagamentos fez com que cada vez mais pessoas abandonassem o papel-moeda e cheques para utilizarem outros métodos como cartões de crédito, débito e pré-pagos e o pix, por exemplo.

Desta forma, visando entender a evolução dos meios de pagamentos, abordamos nesta Carta Trimestral de Gestão:

1 Panorama Geral da Evolução do Mercado de Meios de Pagamentos: Desde o Plano Real, o **mercado de meios de pagamentos passou por diversas fases de mudanças**, como **(i)** a quebra do duopólio das adquirentes com a exclusividade com as Bandeiras; **(ii)** mudanças tecnológicas que aprimoraram os sistemas de pagamentos que deixaram de ser quase totalmente analógicos para digitais, trazendo mais agilidade, escalabilidade e segurança; **(iii)** uma evolução regulatória, colocando o Banco Central como regulador do mercado, estabelecendo padrões de governança e compliance para os arranjos; e **(iv)** a democratização do acesso aos meios de pagamentos para o público e um aumento da competitividade deste mercado com redução de custos para o lojista;

2 Evolução da Regulamentação: Hoje as principais leis e regulamentações que regem os arranjos são a **Lei 12.865**, a **Resolução do BCB nº 150** e a recém aprovada **Resolução do BCB nº 522**. Estas leis e Resoluções apresentaram como principais marcos a instituição do Banco Central como **regulador e fiscalizador** do setor, a **interoperabilidade** entre os arranjos, atribuição de responsabilidades aos instituidores do arranjo, trataram sobre a implementação de gerenciamento de riscos, compliance, monitoramento, etc. Na mesma linha, a recente **Resolução nº 522** trata sobre as responsabilidades, ritos de liquidação e, principalmente, no papel das subadquirentes dentro dos arranjos.

3 Evolução, Riscos e Mitigantes das Operações de Antecipações de Recebíveis: Com o aumento da competitividade do mercado, a remuneração dos participantes dos arranjos foi diminuindo com o tempo, fazendo com que outras operações financeiras fossem fomentadas, como a **antecipação de Unidades de Recebíveis de cartão ("URs")**. Desta forma, as operações de antecipações foram ficando mais comuns tanto para os participantes dos arranjos como em operações "externas", como através do **Mercado de Capitais**. Estas operações, normalmente, podem ficar sujeitas a diversos riscos, dentre eles o risco de **Chargeback** e ao **Risco do Arranjo**.

4 Oportunidade de Investimento: Atualmente, as operações em FIDCs de antecipações de URs representam **menos do que 1% do volume total transacionado** (universo investível), sendo que este volume é de quase **um terço do PIB Brasileiro**. Desta forma, há ainda diversas oportunidades pouco exploradas dentro do mercado de antecipação de URs que, **com uma Gestora com postura Ativa para fazer o monitoramento contínuo da operação**, poderiam ser aproveitadas pelos FIDCs.

Crédito

Jaime Rangel (Sócio)
Ronaldo Candiev, CFA (Sócio)
Nicole Kuhn
Frederico Roizman, CFA
Bruna Giacomeli
Paulo Brugognolle
Reinaldo Kramer
Rafael Kovach
Bruno Pereira

Institucional

Ricardo Propheta (Sócio/CEO)
Ronaldo Hirata (Sócio/CFO)

Estruturação

Roberto Suarez (Sócio)
Brunno Vergamini (RI)

Estrutura de um Arranjo de Pagamentos

Principais Participantes¹



Portador: titular do cartão de crédito. Responsável por realizar a compra no cartão em algum comércio e fazer o pagamento da fatura na data de vencimento para a **Administradora do Cartão**. Pode fazer o pagamento de anuidades e/ou tarifas para a Administradora por usar o cartão, além dos juros em caso de inadimplência.



Administradora do Cartão/Emissor: Responsável por fazer a emissão e definir o limite de crédito do cartão para o **Portador** com base em suas diretrizes e políticas internas. Fica no risco de inadimplência do **Portador** e realiza o repasse para a **Adquirente** de acordo com o prazo estabelecido para o respectivo arranjo, independente do pagamento da fatura. Recebe a remuneração pactuada com o Portador além da **Tarifa de Intercâmbio ("TIC")**, uma remuneração usualmente paga pela **Credenciadora** a título de remuneração no âmbito do arranjo que participa.



Adquirente/Credenciadora (a "Maquininha do Cartão"): Recebe o recurso da Administradora do Cartão, retendo o dinheiro até realizar o repasse para o lojista na data de liquidação prevista do recebível. É responsável por fazer a conciliação dos recebíveis para o lojista e se remunera através do **Merchant Discount Rate ("MDR")** – a famosa "taxa da maquininha". Este MDR é negociado bilateralmente com o estabelecimento comercial levando em conta o valor da TIC e outros custos da credenciadora, acrescida de sua margem de lucro.



Subadquirente/Subcredenciadora: Antes das mudanças da Resolução nº 522 do BCB funcionavam apenas como **prestadores de serviço para as adquirentes**, não participando diretamente do arranjo, mas sim do fluxo de liquidação e respondiam para as adquirentes. Agora, com as mudanças trazidas pela Resolução nº 522, passam a fazer parte diretamente dos arranjos, **respondendo para a bandeira e realizando as liquidações na grade única de compensação**, assim como as credenciadoras.



Bandeira: Responsável por **instituir o arranjo de pagamento**, atuando como um "elo" entre o Emissor do Cartão e a Adquirente. Além disso, caso a Administradora do Cartão não honre com o pagamento, a Bandeira se torna a responsável pelo repasse. Se remuneram através de tarifas pagas tanto pela **Credenciadora** quanto pelo **Emissor do Cartão**, sendo que esta taxa usualmente está relacionada com o volume transacionado dentro do arranjo e tende a estar contida dentro do **MDR**.

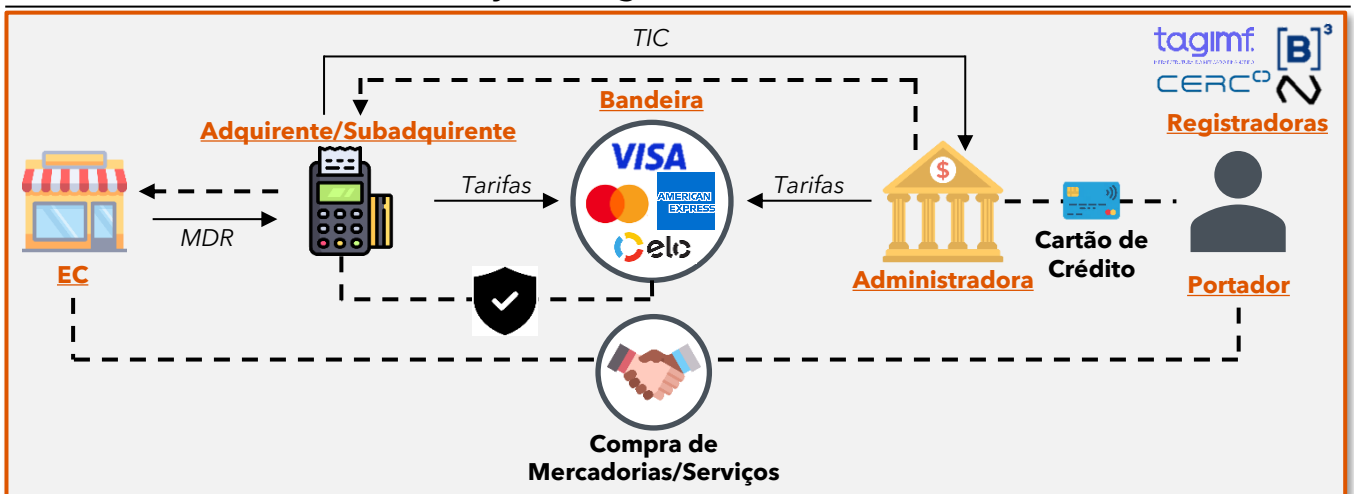


Estabelecimento Comercial ("EC"): Estabelecimento comercial que realizou uma venda de bem/serviço no cartão de crédito para o **Portador** e fica com o valor a receber. Na data prevista de liquidação, a **Adquirente** realiza a conciliação e o repasse para a loja. É responsável por fazer o pagamento do **MDR** para a **Credenciadora**, sendo este, normalmente, uma taxa sobre o valor transacionado.



Registradora: Não estão diretamente relacionadas com nenhum arranjo de pagamentos específico, mas são responsáveis por registrar as **Unidades de Recebíveis ("URs")** e transações que ocorrem em todos os arranjos. Possuem **interoperabilidade entre si**, ou seja, todas as registradoras fazem todos os registros e mostram todas as transações que ocorreram no período.

Possível Estrutura de um Arranjo de Pagamentos



Tanto a estrutura do arranjo de pagamentos quanto os *players* e suas atribuições e responsabilidades foram mudando com o passar do tempo. Esta mudança veio, principalmente, através de melhorias no **arcabouço regulatório** e **tecnológico** deste setor.

Nota 1: As instituições listadas neste tópico não representam a totalidade das instituições que integram-se aos arranjos de pagamentos. Elas foram listadas apenas a título de exemplo visando um melhor entendimento sobre o tema

Evolução dos Meios de Pagamentos

Timeline dos principais Marcos nos Meios de Pagamentos

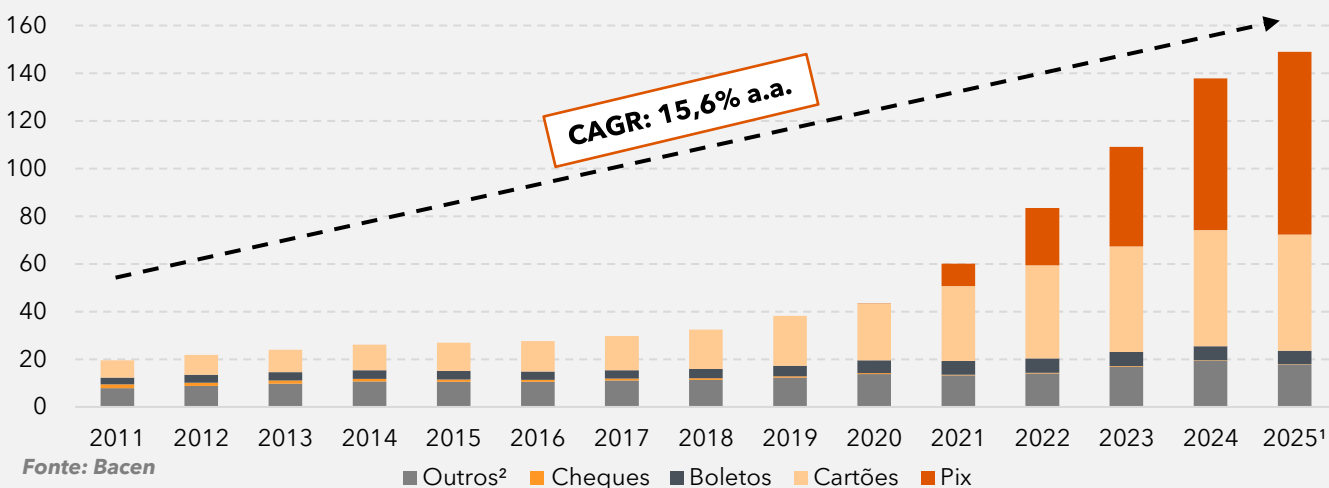
- 
- 1994** **Plano Real:** Programa econômico implementado no Brasil com o intuito de combater a hiperinflação, criando e introduzindo a nova moeda de circulação - o **Real**. A economia e as transações financeiras ainda eram majoritariamente analógicas, com **uma infraestrutura e digitalização dos meios de pagamentos ainda pouco desenvolvidas**.
- 1996** **Chip no Cartão:** É lançado pioneiramente no Brasil pela Visa o **cartão com chip eletrônico**, marcando o início do fim do popularmente conhecido na época como "reco-reco", um equipamento utilizado para registrar transações comerciais com o cartão.
- 2002** **Primeira Reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro ("SPB") e Criação da Transferência Eletrônica Disponível ("TED"):** Reforma nos meios de pagamentos em que procurou-se reduzir o **risco sistêmico e gerar uma maior confiança para o mercado**. A reforma vedou que instituições financeiras apresentassem saldo negativo, foram criados sistemas para a liquidação em tempo real de algumas operações e garantiu que os ativos dados em garantia para liquidar as operações fossem protegidos legalmente. Além disto, foi criada a TED que apresentava **liquidação D0, algo inédito para a época**.
- 2007** **Popularização dos Point-of-Sales ("POS"):** Durante a década de 2000, os POS (as famosas "maquininhas de cartão") foram ganhando cada vez mais popularidade. Até então eram utilizados os terminais de Transferência Eletrônica de Fundos (TEF) - pontos fixos conectados a linhas telefônicas. Assim, os POS eram **terminais portáteis que utilizavam redes móveis**, apresentando um importante avanço tecnológico para o mercado.
- 2010** **Fim do Duopólio:** Até 2010, o mercado de cartões no Brasil era um **duopólio verticalizado e fechado**. A Cielo detinha a exclusividade da bandeira Visa, enquanto a Rede detinha a exclusividade da Mastercard. Isso significava que um lojista que quisesse aceitar as duas bandeiras era obrigado a ter duas maquininhas diferentes e pagar dois aluguéis. Essa estrutura **impedia a concorrência e gerava ineficiências**, o que levou a uma intervenção coordenada entre o Banco Central, a SEAE e o CADE. Em 2010, foi determinado o **fim da exclusividade entre bandeiras e credenciadoras**. A partir desse momento, as maquininhas passaram a ser "multibandeira". A portabilidade entre adquirentes permitiu que os lojistas negociassem **melhores taxas**, e a **barreira de entrada caiu drasticamente**.
- 2013** **Lei nº 12.865 - a Segunda Reforma do SPB: Principal Lei que rege os arranjos de pagamentos** até os dias de hoje e que **os incluiu ao SPB**. Decorrente das mudanças trazidas por esta lei e alterações posteriores, **houve uma série de sofisticções e novos modelos de negócios no mercado**.
- 2016** **Banco Central autoriza IPs a funcionar:** Empresas como Stone, PagSeguro e Getnet começaram a entrar no mercado **elevando a competitividade e mudando as condições do mercado com uma expansão significativa das fintechs, IPs e Financeiras**.
- 2020** **Resolução 150 do BCB e o Pix:** Dispõe sobre as responsabilidades dos integrantes do arranjo de pagamentos e práticas de governança. Além disto, delibera sobre a **antecipação de recebíveis dos diversos fluxos financeiros dos arranjos de pagamentos**, e diversos outros assuntos. Ainda neste ano houve a criação do Pix, um sistema de pagamentos **funcional a todo momento, com custo zero para pessoas físicas**.
- 2022** **Uma das Maiores Inclusões Financeiras do Brasil:** Em apenas dois anos, **o Pix promoveu uma inclusão financeira sem precedentes**: até o final de 2022, **133 milhões de pessoas já haviam utilizado o sistema**, representando cerca de 77% da população adulta do país. Com o Banco Central do Brasil se tornando referência mundial por este feito.
- 2025** **Resolução 522 do BCB:** Altera a Resolução BCB nº 150 para estabelecer regras para **aprimorar as estruturas de gerenciamento centralizado de riscos nos arranjos integrantes do SPB**.
- + 2026** **Tokenização de Ativos e Blockchain:** O Banco Central já iniciou um projeto visando criar um ativo tokenizado em uma rede de tecnologia de Registro Distribuído (DLT) baseada em blockchain chamado **DREX**. Assim, um possível próximo passo para os meios de pagamento é a **implementação desta tecnologia**, que vem cada vez mais ganhando força no mundo.

Evolução dos Meios de Pagamentos

Durante estes 30 anos, certos fatores que contribuíram para a evolução dos meios de pagamentos, como por exemplo o desenvolvimento e contínuo aperfeiçoamento de **datacenters**, **tecnologia de nuvens de dados**, da **internet**, **redes de dados móveis** e dos **ecossistemas de algumas fintechs** (como **PagBank**, **PicPay** e **Nubank**, por exemplo). Estes fatores, além de contribuírem positivamente com o desenvolvimento deste mercado, também **geraram um grande valor para a economia e para toda a sociedade no geral**.



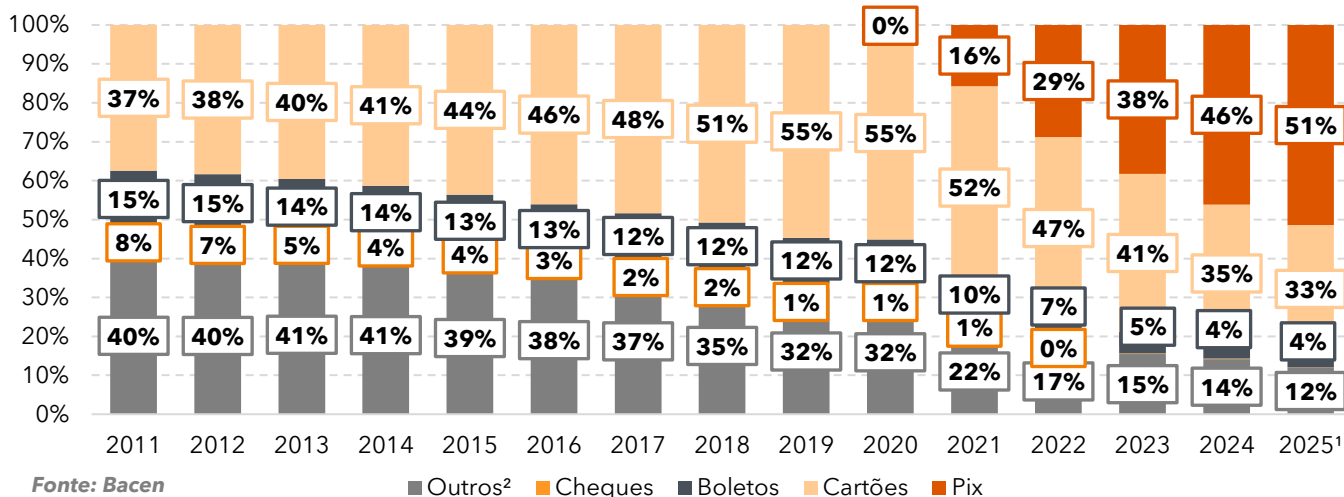
Quantidade de Transações (# bilhões)



Nos 9 meses de 2025, mais de 110 bilhões de transações reguladas pelo Banco Central, sendo que se compararmos com o número de transações de 2011 - menos de 20 bilhões, o volume transacionado ao ano no Brasil apresentou um CAGR de 15,6% de 2011 até 2025, **representando um aumento de 7,6x de volume neste período**.

Além disso, **houve uma mudança do perfil dos meios de pagamentos** no decorrer dos anos. Em 2011 cheques, boletos, TEDs e DOCs representavam aproximadamente **63% de todas as transações**, enquanto que em 2025 estes meios representavam **menos de 20%** das transações. Estes instrumentos perderam um espaço relevante, com alguns até entrando em quase desuso total (como cheques), em decorrência da evolução dos arranjos de pagamentos no período, criando melhores condições para as transações realizadas via cartões (débito, crédito e pré-pagos) e, principalmente, com **o advento do Pix** em 2020, sendo que em pouco mais de 5 anos **este meio já representava mais de 50% das transações totais do Brasil**.

Participação dos Meios de Pagamentos em Quantidade de Transações

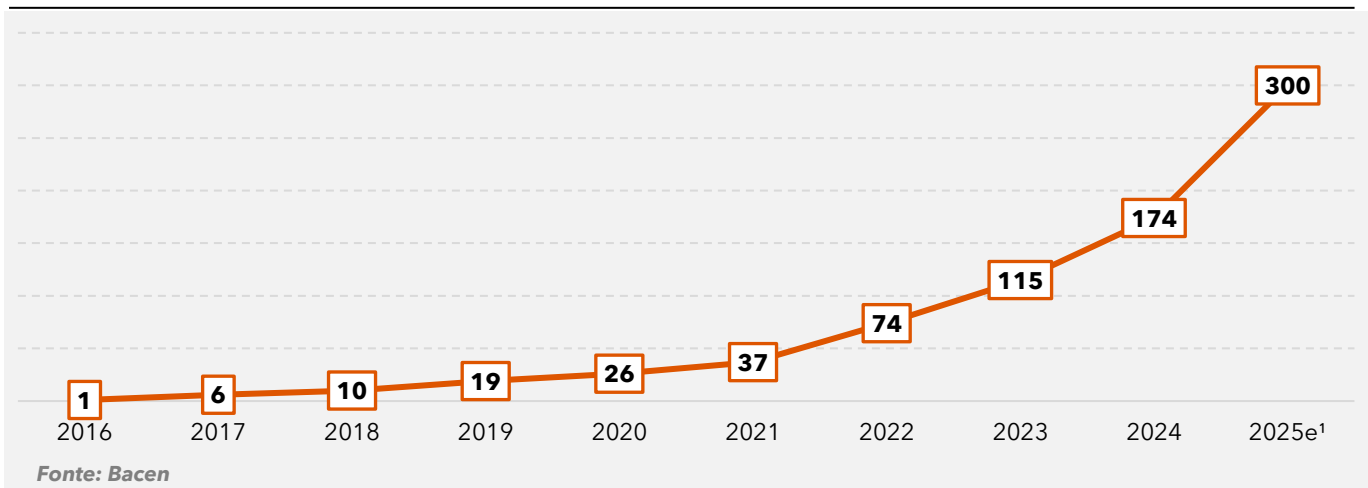


Nota 1: período de nove meses até set/25 anualizado/ Nota 2: Contempla débito direto, TED, DOC, TEC, entre outros

Evolução dos Meios de Pagamentos

Desta forma, as alterações e avanços tecnológicos e regulatórios acerca dos meios de pagamentos não só contribuíram para o desenvolvimento deste mercado, causando um aumento expressivo do volume transacionado, mas também corroboraram com uma **mudança do perfil deste mercado**, criando novos instrumentos, aumento a acessibilidade de outros e fazendo com que alguns caíssem na obsolescência.

Número de Instituições de Pagamento Autorizadas a Funcionar pelo BC (#)



Com a autorização a funcionar pelo Banco Central a partir de 2016, as Instituições de Pagamento (IPs) apresentaram um aumento quase exponencial no período de 2016 a 2024, e estima-se que no final de 2025 **existiam já quase 300 IPs autorizadas**¹ em operação. Assim, **estas instituições tiveram um papel importante na democratização do acesso a produtos e instrumentos financeiros para o público e para fomentar a competição no mercado**, por **(i)** ter um aumento expressivo de participantes atuando nos arranjos de pagamentos, as condições de mercado (como o MDR, por exemplo) foram ficando cada vez mais competitivas, dissipando a condição “duopolística” do setor que era vigente até pouco tempo antes, gerando benefícios para o consumidor final, e **(ii)** possibilitar realizações de pagamentos independentemente de relacionamentos com bancos ou instituições financeiras por parte dos usuários.

Principais Leis e Regulamentações

Assim, com o objetivo de aprofundar o entendimento acerca do arcabouço jurídico dos arranjos de pagamentos e como **(i)** os avanços estruturais e tecnológicos; **(ii)** a entrada de vários novos *players*; **(iii)** o aumento do volume transacionado; e **(iv)** a mudança de perfil dos instrumentos impactou o setor, podemos citar dentre as principais leis e regulamentações:

- **Lei nº 12.865:** Aprovada em 09 de outubro de 2013, integra as IPs aos Arranjos de Pagamentos. Define os arranjos como “conjunto de regras e procedimentos que disciplina a prestação de determinado serviço de pagamento ao público aceito por mais de um receptor, mediante acesso direto pelos usuários finais, pagadores e recebedores” e Instituições de Pagamento como PJ que apresente atividades como **gerenciamento de conta de pagamento, emissão de instrumento de pagamento, credenciar a aceitação de instrumento de pagamento**, etc. Define que Arranjos de Pagamentos Fechados (ou seja, utilizados apenas para a aquisição de bens ou serviços pela mesma sociedade – cartões *private label*) **não integram o SPB**. Define que os arranjos deverão apresentar a **interoperabilidade** com seus participantes e arranjos de pagamentos distintos. Atribui ao **Banco Central a responsabilidade por disciplinar os arranjos de pagamentos, realizar a fiscalização e regulação das IPs e suas atividades**. Delibera que os ativos mantidos em conta de pagamento **constituem patrimônio separado do patrimônio dos integrantes dos arranjos e do SPB** e não respondem por nenhuma obrigação destes agentes, não compondo assim seus ativos para efeitos de falência ou liquidação judicial/extrajudicial; e

Nota 1: De acordo com notícias sobre o setor de meios de pagamentos

Principais Leis e Regulamentações

- **Resolução 150 do BCB (versão de 27/02/2023 - antes das alterações da Resolução 522 do BCB):** Aprovada em 06 de outubro de 2021, e alterada posteriormente, é a principal regulação que rege os arranjos de pagamentos atualmente e estabelece princípios, conceitos e critérios para seu funcionamento. Podemos destacar entre os principais pontos:
 - a. **Responsabilidades:** Coloca o instituidor do arranjo (a Bandeira) como **responsável pelo arranjo** e por implementar estruturas de **gerenciamento de riscos, auditoria**, e de **monitoramento dos participantes**, visando assegurar o normal funcionamento da estrutura;
 - b. **Liquidação:** **Centraliza as liquidações** que ocorrem no ambiente dos arranjos;
 - c. **Interoperabilidade:** Visa assegurar a interoperabilidade entre arranjos e o **compartilhamento de informações entre participantes e registradoras** (inclusive para trocas de titularidades); e
 - d. **Participação no Arranjo:** Estabelece os **parâmetros mínimos necessários** para que os arranjos passem a fazer parte do SPB e serem reguladas pelo Banco Central;

Em 10 de novembro de 2025 foi aprovada a Resolução BCB nº 522 que **trouxe diversas mudanças relevantes** para a dinâmica de funcionamento dos arranjos de pagamentos e para seus padrões de governança, incluindo **alterações estruturais em relação ao papel das subadquirentes**.

As principais mudanças tratam da **responsabilidade** e a **liquidação dos valores** para o Lojista.

Antes da BCB nº 522

Responsabilidade: A responsabilidade pelas operações e supervisão das subcredenciadoras pertenciam às **credenciadoras**, e não ao instituidor do arranjo. Assim, as subcredenciadoras eram como apenas prestadores de serviços para as credenciadoras.

Liquidação: Para subadquirentes com volume total de transação menor do que R\$ 500 milhões nos últimos 12 meses, a liquidação centralizada na grade única de compensação no SPB era facultativa (ou seja, o pagamento ao lojista poderia ser "por fora do arranjo")

Depois da BCB nº 522

Responsabilidade: Agora, a responsabilidade pelas subcredenciadoras passa a ser do **instituidor do arranjo de pagamentos**, sendo vedado a terceirização da responsabilidade ao credenciador pelo subcredenciador pelas atividades relativas ao determinado arranjo.

Liquidação: Liquidação centralizada na grade única de compensação do SPB **obrigatória**, independente do volume transacionado.

Agora, as subadquirentes deixam de ser apenas prestadoras de serviços para as adquirentes e **passam a integrar os arranjos de pagamentos**. Inclusive, **passando a ter o escrutínio da Bandeira e do Banco Central** sobre seus processos, padrões de governança, operações, etc. Desta forma, a "régua fica mais alta" para estes participantes, aumentando a rigidez e saúde financeira do mercado de arranjos de pagamentos como um todo.



Subcredenciadoras

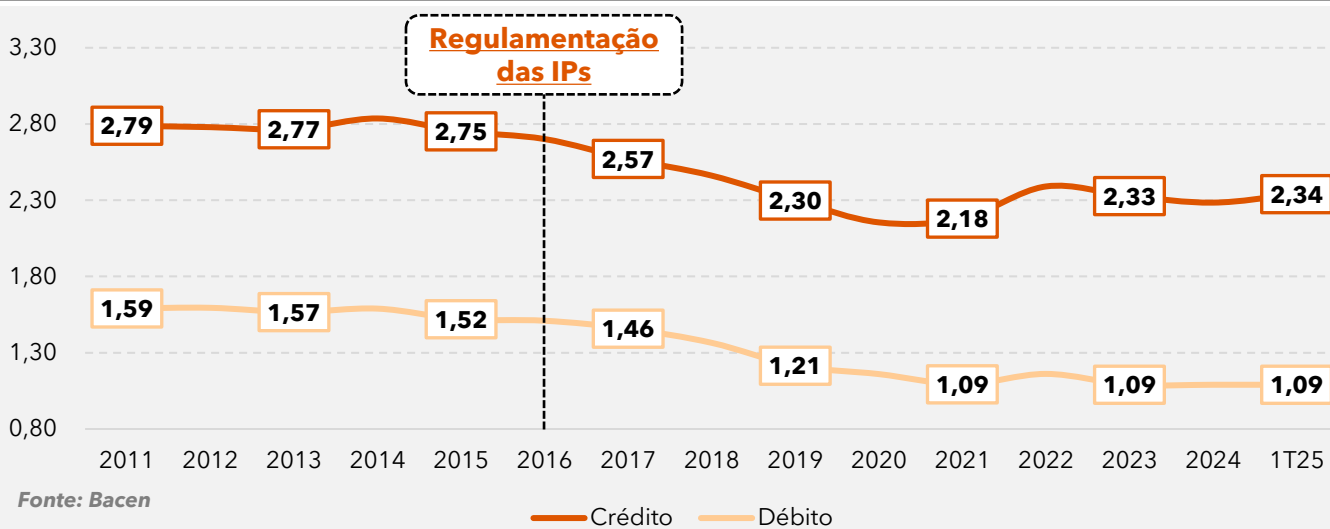
A subcredenciadora (ou subadquirente) é a participante do arranjo que habilita o EC para a aceitação de instrumento de pagamento, **sendo um provedor da infraestrutura utilizada nas transações**, que participa do fluxo de liquidação e repasses (credenciador para o subcredenciador que, por sua vez, repassa para o EC), sendo ainda reforçado pela Resolução 522 do BCB.

Desta forma, enquanto a credenciadora possui o direito de crédito contra o Emissor do Cartão, a subcredenciadora atua apenas como um **facilitador comercial que se acopla à infraestrutura da credenciadora** para atender o lojista.

Assim, com a evolução da regulamentação do setor ao longo dos anos, **o nível de governança e a estrutura dos arranjos de pagamentos estão cada vez mais robustas**, acompanhando o desenvolvimento tecnológico, do volume de transações e das mudanças estruturais do setor como um todo. Desta forma, **o aumento da competitividade com a entrada de diversos novos players no setor está sendo feita de maneira concomitante à evolução regulatória**.

Remuneração dos Agentes dos Arranjos de Pagamentos

MDR Média por Modalidade (%)



O *MDR* médio do mercado passou de **2,79%** por transação de crédito e **1,59%** por transação de débito em 2011 para **2,34%** para transações de crédito e **1,09%** por transação de débito no 1T25, **uma diminuição de 45bps e 50bps, respectivamente.**

Esta diminuição passou a ocorrer de forma mais acentuada a partir do momento em que as IPs passaram a ser autorizadas a operar pelo Banco Central, aumentando a oferta dos serviços de credenciamento no mercado e, conseqüentemente, **diminuindo a remuneração geral dos arranjos de pagamentos.**

A diminuição do *MDR* foi um dos principais pontos de ganho de competitividade do mercado que ocorreu no Brasil - como a adesão às credenciadoras e subcredenciadoras foi ficando cada vez mais economicamente viável para os lojistas, **os cartões de crédito, débito e pré-pagos estavam sendo cada vez mais aceitos nos lugares**, de forma que, nos dias de hoje, quase todos os estabelecimentos (físicos e online) possuem uma "maquininha" e aceitam esta forma de pagamento.

Em linha ao movimento de mercado, em 2022 o Banco Central aprovou a **Resolução nº 246** que impõem **limites máximos (teto) para as taxas de intercâmbio** (contemplado no *MDR*) visando limitar os custos para os lojistas. Os limites instituídos foram de **0,5% para transações com cartões de débito e 0,7% para transações com cartões pré-pagos.**

Por outro lado, as adquirentes sofreram o impacto da diminuição do *MDR* diretamente na sua receita, e para compensar a receita perdida, diversas empresas começaram a explorar mais as atividades de **antecipações de Unidades de Recebíveis.** De acordo com dados do Banco Central, estimava-se que em 2023 a receita de *MDR* representava apenas **48,9%** das IPs de Tipo 2¹, enquanto a receita de antecipação de recebíveis representava **51,1%.**

Assim, as operações de antecipações de unidades de recebíveis de cartões foram cada vez mais fomentadas entre as diversas "pontas" (fluxos de liquidação) dos arranjos, **fazendo com que diversos outros agentes de mercado**, além das credenciadoras, **começassem a operar com este tipo de recebível.** Desta forma, as operações com Unidades de Recebíveis começaram a ser realizadas por **credenciadoras, bancos, como lastro de garantia para operações de crédito e em Fundos de Investimentos, com destaque para os FIDCs.**

Para realizar operações de antecipação de unidades de recebíveis de cartões é preciso primeiro **(i)** definir e entender as características das Unidades de Recebíveis; **(ii)** entender os possíveis riscos envolvidos na operação e seus mitigantes; **(iii)** se familiarizar com as diversas "pontas" (fluxos de liquidação) dos arranjos em que é possível fazer este tipo de operação; e **(iv)** entender o panorama atual do mercado de antecipação de recebíveis.

Nota 1: conglomerado prudencial cuja instituição líder é uma instituição de pagamento e que não é integrado por instituição financeira ou por outra instituição autorizada a funcionar pelo BC sujeita à Lei 4.595, de 1964, comumente composto apenas por instituições de pagamento independente. Era composta por mais de 60 instituições.

Antecipação de Unidades de Recebíveis

Definição e Características das Unidades de Recebíveis

De acordo com a Resolução BCB nº 150, uma UR é definida por **quatro características principais**:

1) EC: O CNPJ/CPF do recebedor dos valores da UR deve ser o mesmo

2) Bandeira: A Bandeira deve ser a mesma, ou seja, as URs devem pertencer ao mesmo arranjo

3) Credenciador: Os recebíveis devem ser referentes ao mesmo credenciador

4) Data de Liquidação: Devem possuir a mesma data de liquidação

Assim, percebemos que nem o Portador (agente que realizou a compra do produto/serviço do lojista) nem a transação em si **são parâmetros para definir uma UR**. De forma que, caso diversas compras de diversos Portadores em um determinado estabelecimento tiverem mesma data de liquidação prevista e com a mesma bandeira e credenciador, **todas estas transações virariam uma UR**.

Enquanto a UR é definida pelos quatro critérios definidos acima, a **Agenda de Recebíveis é o valor agregado de todos os recebíveis** que compartilham um mesmo recebedor, arranjo e credenciador, independente da data de liquidação prevista.

Assim, pela UR ser composta de diversas transações, **é possível realizar a uma antecipação parcial do recebível**.

Riscos e Mitigantes

Podemos elencar como principais pontos de atenção nas operações de antecipações de recebíveis o **Chargeback** e o **Risco do Arranjo**, assim como seus mitigantes - o **Histórico de Chargebacks**, o **Banco Central** e as **Principais Bandeiras** que operam no Brasil:

Risco de Chargeback

De acordo com a Resolução BCB nº 522 **Chargeback** é "reversão ou cancelamento de transação de pagamento a pedido do usuário pagador ou do emissor do instrumento de pagamento, decorrente de fraude, golpe, falha de processamento, falha de autorização ou desacordo comercial com o usuário recebedor". Ou seja, o chargeback engloba desde as operações canceladas pelo **Portador** por cancelamentos de compras até **fraudes e falhas** que possam ocorrer com os recebíveis.

Assim, o Banco Central trata o **chargeback** com um risco de liquidação, afetando diretamente o lojista ou, no caso de antecipações, o recebedor final dos recursos, **não sendo coberto por nenhum participante do arranjo**.

Risco do Arranjo

De acordo com a Resolução BCB nº 522, o instituidor do arranjo de pagamentos deve assegurar que todas as transações de pagamentos autorizadas serão pagas ao usuário final (seja o lojista ou o antecipador do recebível), **com exceção em casos de Chargeback**. Assim, é delegado ao instituidor do arranjo (a Bandeira) a responsabilidade por garantir este fluxo. Desta forma, é comum que a Bandeira exija dos demais participantes do arranjo **garantias para evitar problemas nas transações financeiras**.

Desta forma, por mais que exista a possibilidade de pegar garantias dos agentes do arranjo, em última instância, **o risco do arranjo pode ser resumido como o risco de crédito da Bandeira**.

Mitigante - Histórico de Chargebacks

Graças à interoperabilidade, **é possível ter conhecimento do histórico de chargeback para cada CNPJ**, sendo possível precificar a probabilidade deste risco ocorrer na operação de antecipação. Vale destacar que o **chargeback** tende a ser mais comum nas vendas online.


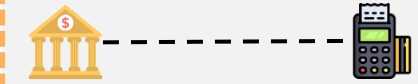

Mitigante - Banco Central & Bandeiras

O Banco Central é responsável por regular e garantir o bom funcionamento dos arranjos junto ao instituidor. Assim, qualquer indício de riscos financeiros (crédito, liquidez, etc), **o Banco Central teria a prerrogativa de intervir de forma tempestiva**. Além disso, o tamanho e capacidade creditícia das principais Bandeiras no Brasil **também mitigam este risco**.

Antecipação de Unidades de Recebíveis

Tipicamente existem três transações dentro de um arranjo: o que chamamos de **Ponta 1¹** – a transação do Portador para o Emissor; **Ponta 2¹** – a transação do Emissor para a credenciadora; e o **Ponta 3¹** – da Credenciadora para o Lojista. Cada ponta possui diferentes características e condições.

Pontas do Arranjo de Pagamentos

 <p>Ponta 1: Do Portador para o Emissor</p> <ul style="list-style-type: none">• Risco de Crédito: Portador não honrar o pagamento da fatura do cartão e de Chargeback;• Prazo do Recebível: De acordo com o prazo de fechamento da fatura do cartão, podendo chegar, no máximo, a D + 30 para compras à vista, ou superior para compras parceladas;• Operacional: Determinado de acordo com os termos e condições do Emissor.	 <p>Ponta 2: Do Emissor para a Adquirente</p> <ul style="list-style-type: none">• Risco de Crédito: Risco do Arranjo e de Chargeback• Prazo do Recebível: Instituído de acordo com o manual de regras de cada arranjo, podendo chegar a, no máximo, D+30 para cada pagamento;• Operacional: A troca de titularidade do recebível, é realizada diretamente com as Registradoras, sem necessariamente ter interação com o Emissor.	 <p>Ponta 3: Da Adquirente para o Lojista</p> <ul style="list-style-type: none">• Risco de Crédito: Risco do Arranjo e de Chargeback• Prazo do Recebível: Desde o momento de recebimento do recurso do Emissor até o pagamento para o EC, podendo chegar a D+29 para compras à vista, ou superior para parceladas;• Operacional: Operacional: A troca de titularidade do recebível, é realizada diretamente com as Registradoras, sem necessariamente ter interação com a Adquirente
--	--	---

Assim, apenas a **Ponta 1** possui o risco de contraparte do Portador do cartão, e **não o Risco do Arranjo**. Ou seja, a **Ponta 1 não está necessariamente relacionada com o arranjo de pagamentos**. Desta forma, os riscos, prazos e as condições operacionais da **Ponta 1** são diferentes dos das demais pontas pelo fato de o recebível **ainda não ser uma UR**.

Interoperabilidade

A Interoperabilidade é a capacidade dos prestadores de serviços integrantes de um arranjo compartilharem informações e o fluxo de liquidação com participantes de outros arranjos através das registradoras. É basicamente o que possibilita que uma bandeira seja aceita por todas adquirentes/subadquirentes.

Assim, a Interoperabilidade foi uma das principais inovações que possibilitaram **acabar com o Duopólio e exclusividade vigente até 2010**.

Para as operações de antecipações de recebíveis, a interoperabilidade é responsável pela troca de titularidade do recebível e permite que a troca de informações entre os participantes dos arranjos e as registradoras **mitigue o risco de fungibilidade destas operações**, uma vez que quando ocorre a troca da titularidade do recebível junto com uma registradora, todas as demais possuem a informações da operação, impossibilitando que haja uma outra antecipação com o mesmo ativo.

Recebíveis a Constituir (“URs Fumaça”)

Os **Recebíveis a Constituir**, também conhecidos como **“URs Fumaça”**, são fluxo de URs que serão geradas decorrente de **vendas futuras**. Fazendo um paralelo com as operações de Multicedente Multisacado (conforme explicado na nossa Carta **“FIDCs Multicedente Multisacado”**), estas poderiam ser consideradas **“URs a performar”**, pois ainda dependem da realização de uma venda futura.

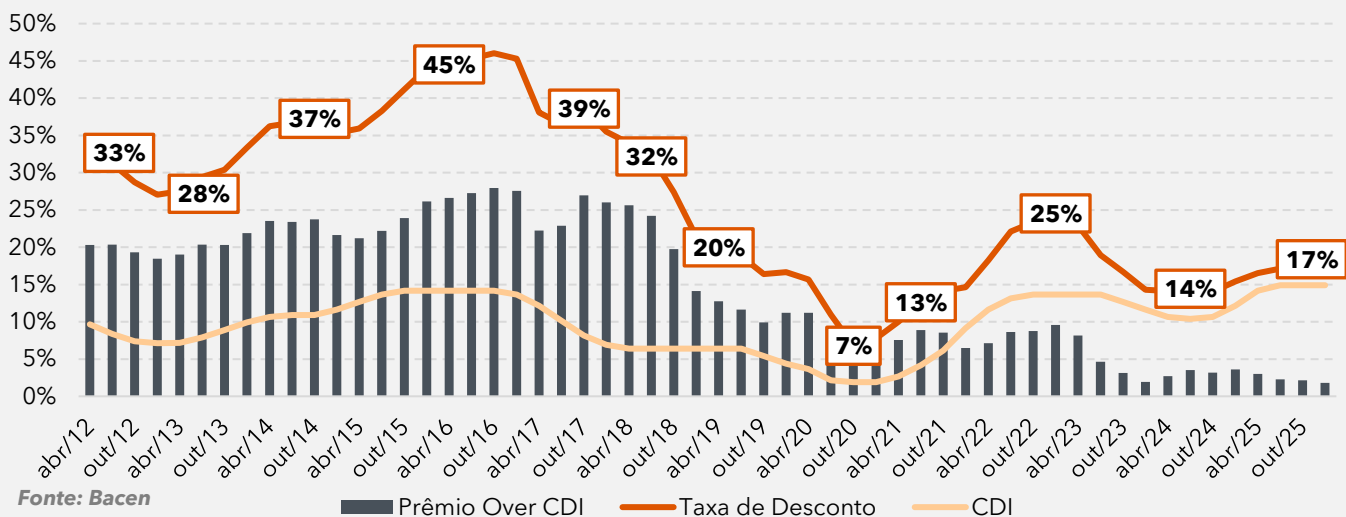
As URs Fumaça possuem um grau de incerteza maior do que URs comuns, uma vez que, como os recebíveis ainda não existem de fato, **caso a loja não consiga performar um nível de vendas necessário para garantir o determinado fluxo de recebíveis, por qualquer motivo, pode ser que a UR Fumaça não se concretize**. Por outro lado, operar estes recebíveis garantem que as URs já nasçam com titularidade na conta do antecipador, mitigando o risco de outro agente gravamar o recebível antes, e, geralmente, garantem uma maior taxa de desconto (justamente pelo grau de incerteza adicional).

Nota 1: Nomenclatura dada pelo time de gestão de crédito da BRZ Investimentos, não sendo um termo técnico utilizado amplamente pelo mercado

Antecipação de Unidades de Recebíveis

Vale mencionar que existe uma discussão acerca das “URs Fumaça” em âmbitos de Recuperação Judicial (“RJ”) do EC caso a “performance” da UR aconteça após a cautelar. Esta discussão discorre sobre a **essencialidade dos recebíveis em situações de recuperações**. O entendimento sobre o tema pode variar de acordo com os Tribunais Regionais, com alguns entendendo que os recebíveis futuros são essenciais para a operação e, por tanto, podem ter sua troca de titularidade “desfeita”, já outros reconhecem a cessão destes recebíveis, fazendo com que estes crédito transitem fora da RJ.

Taxa Média de Antecipação de URs¹



A taxa de desconto da antecipação de recebíveis é, tipicamente, prefixada, possuindo uma **relação positiva com o custo de capital**. Assim, o movimento da taxa básica de juros influencia no nível nominal da taxa de desconto, explicando, por exemplo, os menores níveis de taxas de antecipações em 2020 quando o CDI estava a 2% a.a.

Quando observamos o *spread over* CDI (ou seja, o prêmio de risco acima do CDI) da taxa de antecipação, em out/16 **o prêmio de risco atingiu seu máximo em 28% a.a.**, decorrente da situação institucional brasileira naquele momento, com o *impeachment* da Dilma e pelo mercado de URs ainda não estar plenamente desenvolvido. Já em jan/26, o prêmio de risco estava em 1,8% a.a., **o menor patamar histórico**. Os principais motivos que levaram a uma compressão no prêmio de risco destas operações no decorrer dos anos foram:

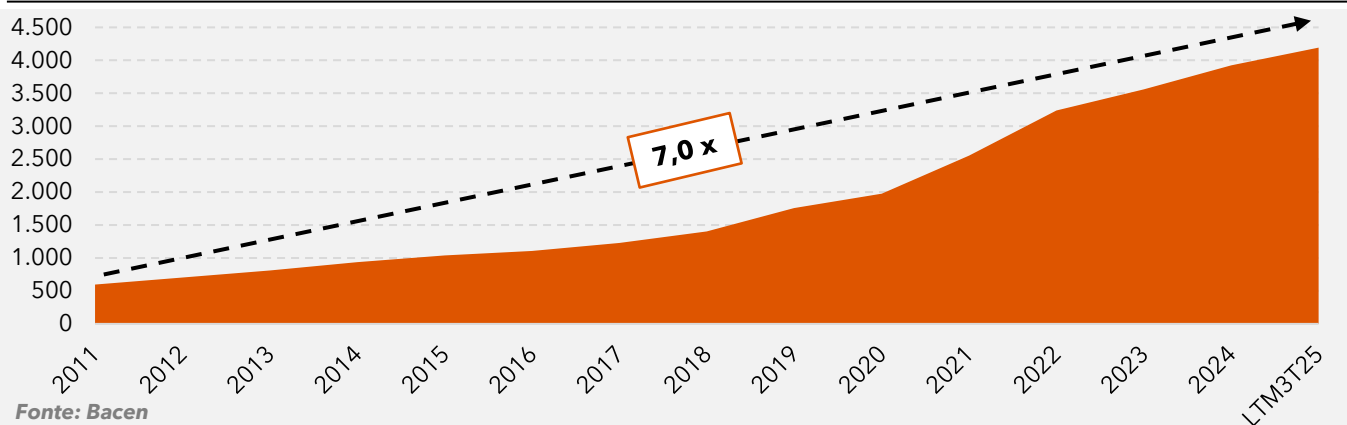
- 1 **Operacional e Regulatório:** as evoluções regulatórias, o desenvolvimento tecnológico e dos sistemas utilizados contribuíram para a criação de **um mercado consolidado e confiável**;
- 2 **Aumento de Liquidez:** a entrada de IPs no mercado de antecipação de recebíveis, assim como a necessidade das credenciadoras de recomporem a receita perdida pelo MDR, **fomentou a liquidez e aumentou a oferta de crédito para as operações de antecipação**; e
- 3 **Mercado de Capitais:** Com o desenvolvimento operacional e regulatório e o aumento de liquidez destas operações, **o mercado de capitais - com destaque para os FIDCs - começou a explorar oportunidades no mercado de antecipação de recebíveis²**.

Desta forma, toda esta evolução culminou em um mercado atualmente marcado por **(i)** recebíveis de baixo risco de crédito (Risco de Chargeback e o Risco do Arranjo); **(ii)** com alto volume transacionado; **(iii)** baixo prazo médio; **(iv)** baixa taxa de desconto; e **(v)** com a entrada do mercado de capitais nas operações de antecipações.

Nota 1: Taxa Média trimestral de desconto de URs por instituições financeiras/Nota 2: Vide gráfico da próxima página

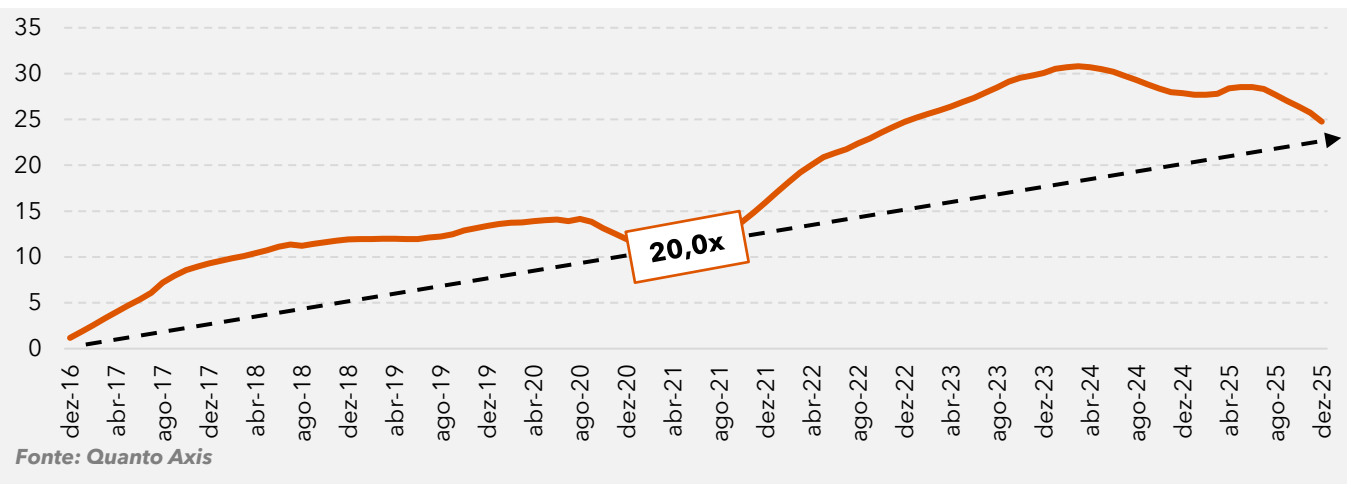
Oportunidade de Investimento

Valor Transacionado com Cartões (R\$ bi)



O valor transacionado com cartões (crédito, débito e pré-pago) apresentou um crescimento de aproximadamente 12% a.a. desde 2011, saindo de menos de **R\$ 600 bi** por ano para quase **R\$ 4,2 tri** no LTM3T25, sendo que o PL médio dos FIDCs que antecipam recebíveis representam ainda menos de 1% deste volume (R\$ 23 bi), **possivelmente indicando que o mercado de capitais ainda possui pouca representatividade em relação ao seu potencial universo investível** (URs que poderiam ser antecipadas), mesmo com o PL dos fundos multiplicado em **20x** desde dez/16.

Patrimônio Líquido dos FIDCs de Meios de Pagamentos (R\$ bi)¹



Assim, por ser um mercado altamente regulado e dinâmico, o papel do Gestor do FIDC que investe nestes ativos se mostra fundamental. Garantir que o operacional e as práticas de governança estão de acordo com os padrões, ser capaz de avaliar qual o *chargeback* esperado e o risco do arranjo para cada operação e checar se o ativo atende aos critérios determinados em regulamento **exigem uma postura ativa e contínua do Gestor**.

Para isto, a **BRZ Investimentos** é um *player* atuante no mercado de recebíveis de cartões há diversos anos no papel de **investidor, estruturador e gestor** de Fundos de Investimentos junto da sua franquia de Fundos de Crédito que já apresenta mais de **R\$ 2,4 bi em AuM**, quase **20 anos de histórico** no mercado de FIDCs e atuando em diversas vertentes como consignado público, multicedente/multisacado, imobiliário, precatórios, etc. Com abordagem **ativa** e **monitoramento contínuo** em todas as estratégias.



Nota 1: Patrimônio Líquido médio dos últimos doze meses de 129 cotas de FIDCs que possuem Meios de Pagamento no nome e de algumas adquirentes, IPs, Financeiras, etc destinados para operações de antecipações de recebíveis

Disclaimer

Este documento foi elaborado pela BRZ Investimentos com o propósito exclusivo de fornecer informações relevantes aos seus investidores. As opiniões e conjecturas aqui previstas, de caráter meramente informativo, representam a melhor posição da BRZ Investimentos na data de sua produção.

A BRZ Investimentos não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste informe são de caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos, não devendo ser utilizadas com este propósito.

A BRZ Investimentos, seus sócios e funcionários isentam-se de responsabilidade por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da utilização das informações contidas neste informe. Nenhuma informação contida neste informe constitui uma solicitação, material promocional ou publicitário, oferta ou recomendação para compra ou venda de quotas de fundos de investimento, ou de quaisquer outros valores mobiliários. Este documento não é direcionado para quem se encontra proibido por lei para acessar as informações nele contidas, as quais não devem ser usadas de qualquer forma contrária à qualquer lei de qualquer jurisdição.

Embora todos os esforços tenham sido empregados para assegurar a precisão e integridade das informações e projeções aqui contidas, a BRZ Investimentos não se responsabiliza por qualquer inexatidão, omissão, distorção ou não-concretização que possa ocorrer. Além disso, a BRZ Investimentos não se responsabiliza por quaisquer consequências decorrentes da utilização destas informações e/ou projeções para tomada de decisões de investimento, reforçando que o desempenho passado não representa garantia de resultados futuros. Este disclaimer deve ser interpretado em conformidade com as leis e regulamentações vigentes.