

***Twin Peaks* no Brasil: o que podemos aprender com a experiência internacional?**

DOI: 10.58766/rpgbcb.v18i2.1238

Marcio Vidal de Campos Valadares*

Recebido/Received: 5/2/2025

Aprovado/Approved: 6/7/2025

Introdução. 1 Experiência internacional e tendências: da supervisão fracionada à integrada e desta ao Twin Peaks. 1.1 Questões: custos, riscos e desenho institucional. 2 Caso brasileiro: estrutura institucional concebida nas décadas de 1960 e 1970. 2.1 Evolução do cenário financeiro. 2.2 Alguns pontos a serem avaliados. Considerações finais. Referências

Resumo

O Ministério da Fazenda pretende reformar a estrutura institucional de supervisão do sistema financeiro brasileiro. A ideia é substituir a atual abordagem fragmentada – em que autoridades distintas monitoram o cumprimento de regras nos mercados bancário, de capitais, de seguros e de previdência complementar – por uma estratégia de supervisão por objetivos, conhecida como *Twin Peaks*. Em busca de parâmetros que possam informar a análise da conveniência de tal proposta, este artigo revisa a literatura e documentos legais para: (i) identificar motivações das tendências, verificadas em outras jurisdições, à migração da supervisão fragmentada para a integrada e, em um segundo momento, à substituição da supervisão unificada, uma das espécies de supervisão integrada, pelo *Twin Peaks*; (ii) mapear questões ponderadas por autoridades estrangeiras em preparação para mudanças de modelo de supervisão; (iii) descrever a arquitetura financeira nacional, concebida nas décadas de 1960 e 1970, e analisar aspectos da evolução do sistema financeiro brasileiro desde então; (iv) antecipar pontos sensíveis a serem considerados antes da reforma cogitada. A conclusão é que o debate sobre a alteração da estrutura institucional de supervisão no país é justificado, mas determinadas questões não devem ser ignoradas. Dentre elas, destacam-se a falta de recursos à disposição da Comissão de Valores Mobiliários, a insuficiência de mecanismos de proteção de investidores no mercado de capitais, a inclusão do mercado de fundos de pensão no modelo *Twin Peaks* e a necessidade de maior atenção à supervisão de condutas no campo bancário.

Palavras-chave: Sistema financeiro. Regulação e supervisão. Arquitetura financeira. *Twin Peaks*. Banco Central do Brasil. Comissão de Valores Mobiliários.

* Mestre em Direito e Finanças pela Universidade de Oxford. Mestre em Direito, Estado e Constituição pela Universidade de Brasília. Graduado em Direito pela Universidade Federal do Rio de Janeiro. Ex-procurador do BC. Consultor legislativo e advogado. <https://orcid.org/0000-0002-6260-3304>

Twin Peaks in Brazil: what can we learn from international experience?

Abstract

The Ministry of Finance intends to reform the institutional structure of financial supervision in Brazil. The proposal would replace the current fragmented approach – in which separate authorities monitor compliance in the banking, capital markets, insurance and supplementary pension sectors – with an objectives-based supervision strategy, known as Twin Peaks. To assess the merits of such a proposal, this article reviews literature and legal documents to: (i) identify reasons for trends, observed in other jurisdictions, of moving from fragmented to integrated supervision and, subsequently, from unified supervision, one form of integrated supervision, to Twin Peaks; (ii) identify issues considered by foreign authorities when preparing for changes in supervision models; (iii) describe the domestic financial architecture, established in the 1960s and 70s, and analyse how the Brazilian financial system has evolved since then; (iv) identify sensitive issues to be considered before undertaking the proposed reform. The conclusion is that whilst the debate about reforming the institutional structure of supervision is justified, certain fundamental issues should be addressed. These include the lack of resources available to the Securities and Exchange Commission, the insufficiency of investor protection mechanisms in the capital markets, whether to include occupational pension schemes under the Twin Peaks model and the need for greater attention to conduct supervision in the banking field stand out.

Keywords: *Financial system. Regulation and supervision. Financial architecture. Twin Peaks. Central Bank of Brazil. Brazilian Securities and Exchange Commission.*

Introdução

O Ministério da Fazenda considera reformar a arquitetura financeira brasileira.¹ A ideia proposta é substituir a atual estrutura fragmentada, em que os mercados bancário, de capitais, de seguros e de previdência complementar estão, cada um, sob cuidado de entidades distintas – Banco Central do Brasil (BC), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Seguros Privados (Susep)² e Superintendência de Previdência Complementar (Previc) –, por uma estratégia de supervisão³ por objetivos. Neste modelo, duas autoridades dividiriam responsabilidades sobre

1 Ver, por exemplo, a entrevista do Secretário de Reformas Econômicas do Ministério da Fazenda, Marcos Barbosa Pinto, aos jornalistas Lu Aiko Otta e Guilherme Pimenta. Ver Otta e Pimenta (2024). Ver também Pimenta e outros (2024) e Thedim e Pimenta (2024).

2 A Susep é responsável pela supervisão dos mercados de seguros, previdência complementar aberta, capitalização e resseguros. Ver o art. 36-A, inciso I, do Decreto-Lei 73, de 21 de novembro de 1966.

3 Não é incomum que uma mesma entidade seja incumbida de regular e supervisionar setores do sistema financeiro ou todo ele. Por isso, os termos **regulador** e **supervisor** são por vezes usados indistintamente. A rigor, a regulação financeira é a atividade de elaboração de normas a serem observadas por instituições financeiras e demais participantes do mercado com o objetivo de assegurar o seu bom funcionamento. Em sentido econômico, a regulação pode compreender normas legais e infralegais. Na prática, contudo, parte considerável do poder normativo voltado a corrigir falhas de mercado é comumente atribuída a autoridades administrativas, em razão dos aspectos técnicos e da dinamicidade dos setores regulados. Tais autoridades são, então, chamadas de reguladores. A supervisão, por sua vez, consiste no monitoramento do cumprimento de leis e atos normativos infralegais pelos participantes do mercado e depende de poderes para acessar informações, determinar medidas para corrigir desconformidades e aplicar sanções pela inobservância de regras. Em relação às atividades de regulação e supervisão, a arquitetura financeira brasileira tem uma peculiaridade: a atribuição de poderes normativos a órgãos de composição política, que se reúnem ocasionalmente – o Conselho Monetário Nacional, o Conselho Nacional de Seguros Privados e o Conselho Nacional de Previdência Complementar. Nesse arranjo institucional, os supervisores – BC, CVM, Susep e Previc – têm competência normativa residual. Como as menções à possível mudança de modelo de supervisão feitas até aqui referem-se a estas entidades e não àqueles Conselhos (ver as matérias citadas na nota 2), optei por usar o termo **supervisores** ao longo do texto. É bom ter presente que, na prática, os supervisores financeiros brasileiros dão suporte à atuação daqueles Conselhos, que não têm estrutura própria, o que significa que, em alguma medida, participam da elaboração dos seus atos normativos e também da preparação de projetos de lei do Poder Executivo sobre matéria financeira.

todo o sistema financeiro. Uma focaria na solvência, liquidez e viabilidade de bancos, seguradoras e demais instituições, a chamada supervisão prudencial, e a outra voltaria sua atenção à análise de como tais firmas conduzem negócios com os seus clientes, a supervisão de condutas, que compreende preocupações com a proteção de investidores e clientes de maneira geral, a integridade do mercado e a concorrência. Por separar as funções prudencial e de condutas com o propósito de otimizá-las, a supervisão por objetivos foi apelidada de *Twin Peaks*.

A percepção de que a distribuição de atribuições supervísórias influencia a eficiência e a estabilidade do sistema financeiro levou diversos países a reorganizarem suas estruturas institucionais de supervisão nas últimas décadas – entre 1998 e 2017, quase 80% dos membros da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) seguiram esse caminho (Godwin e outros, 2017). Analisar as tendências observadas entre eles ajuda a esclarecer ao menos três questões centrais para o debate iniciado no Brasil. A primeira delas é a possível obsolescência da supervisão fragmentada diante do desvanecimento das fronteiras entre setores financeiros. A segunda é a necessidade de se considerarem custos e riscos decorrentes da reestruturação da arquitetura financeira nacional. A terceira é a importância da adequação de modelos abstratos ao contexto nacional, por meio de escolhas de desenho institucional. À luz da experiência internacional, este artigo busca, então, entender as limitações da estrutura institucional de supervisão atualmente adotada no Brasil, avaliar a conveniência de modificá-la e identificar questões a serem enfrentadas caso tal iniciativa seja levada a cabo.

O restante do texto está organizado em duas seções. A Seção 1 analisa dois movimentos subsequentes de reestruturação de modelos de supervisão observados em outras jurisdições. O primeiro deles foi a integração, em uma mesma autoridade, de competências relativas a mais de um setor, anteriormente dispersas. Por vezes, houve integração total, resultando na presença de um único supervisor para todo o sistema financeiro. O segundo movimento foi a substituição da supervisão unificada pelo *Twin Peaks*. O tópico 1.1 trata de custos e riscos relacionados à remodelação de supervisores. A Seção 2 descreve a atual arquitetura financeira do país, concebida nas décadas de 1960 e 1970, e explora aspectos da evolução do sistema financeiro brasileiro desde então, relacionando-os à experiência internacional.

1 Experiência internacional e tendências: da supervisão fracionada à integrada e desta ao *Twin Peaks*

Até a década de 1980, era possível distinguir com nitidez atividades realizadas por bancos,⁴ companhias seguradoras e instituições atuantes no mercado de capitais (Schooner; Taylor, 2003). A seu turno, entidades de previdência complementar tinham participação reduzida nos

4 A atividade bancária envolve a captação de recursos por meio de depósitos a vista ou exigíveis em curto prazo e a concessão de crédito com vencimento em médio ou longo prazo – uma intermediação com descasamento de liquidez, tipicamente praticada pelos bancos comerciais. Bancos de investimento têm foco de atuação distinto: assessoram a emissão de valores mobiliários, operações de fusão e aquisição e gerem fundos de investimento. Por isso, apesar do seu nome, sua atividade não é considerada bancária. No restante do estudo, referências simples a **bancos**, **atividade bancária** ou **instituições bancárias** não compreendem os bancos de investimento, que serão tratados como **instituições financeiras não bancárias**, **instituições atuantes no mercado de capitais** ou praticantes de **atividades de investimento**. No Brasil, inicialmente, os bancos de investimento foram descaracterizados pela legislação, havendo recebido autorização para captar depósitos de prazo não inferior a um ano e conceder empréstimos também de longo prazo, como “intermediários de títulos autônomos emitidos por empresas ou unidades federativas, como no modelo americano do qual a nomenclatura havia sido copiada”, que notoriamente influenciou a reforma do sistema financeiro realizada a partir de 1964 (Carvalho, 2014).

sistemas financeiros de muitos países, devido à predominância de regimes previdenciários de repartição simples.⁵

Em alguns casos, os bancos comerciais eram formalmente isolados dos outros setores. Tal separação baseava-se na constatação de que a intermediação bancária é inerentemente instável; os depositantes, suscetíveis a pânico; e os bancos, interconectados – de forma que a quebra de um deles poderia prejudicar a viabilidade de outros e, no limite, provocar a interrupção de serviços financeiros essenciais para a economia.

Decorre daí a associação da noção de risco sistêmico à atividade bancária e a intenção de afastar instituições captadoras de depósitos de ativos considerados excessivamente arriscados ou especulativos, características ocasionalmente atribuídas ao mercado de capitais no desenlace da Crise de 1929. Nos EUA, bancos foram impedidos de subscrever ações pelo Glass-Steagall Act de 1933 e, pelo menos desde 1956, havia restrições à sua participação no mercado de seguros. No Reino Unido, apesar de não ser prevista em lei, a separação estrutural entre setores financeiros resultava de costumes e da prática imposta pelo Banco da Inglaterra e por autorregulação, como a exercida pela Bolsa de Valores de Londres (Taylor, 2021). Mesmo nos países que permitiam aos bancos comerciais atuar em outros segmentos – os chamados bancos universais, comuns na Europa continental –, a baixa complexidade de produtos financeiros e a existência de canais especializados para sua distribuição mantinham alguma demarcação entre as suas diferentes linhas de negócio (Schooner; Taylor, 2003; Schüler, 2004).

Nesse contexto, a supervisão fragmentada, em modelos setorial, com uma autoridade por setor, ou institucional, com uma autoridade por tipo de instituição, não era objeto de preocupação entre formuladores de políticas públicas e acadêmicos (Taylor, 2015).

A partir dos anos 1980, a linha divisória entre setores e produtos financeiros foi gradualmente apagada em muitos países. Alguns fatores concorreram para isso. Um deles foi um movimento de consolidação na indústria financeira (Group of Ten, 2001). Dele resultou a formação e o crescimento de conglomerados financeiros, isto é, de grupos de pessoas jurídicas envolvidos em diversos ramos de atuação, sob uma estrutura de administração central. Com a fusão de atividades, buscava-se aumentar o valor de instituições financeiras por meio da geração de economias de escala, escopo e de maior diversificação de riscos. O crescimento da integração entre setores financeiros deu origem aos termos *Bancassurance* e *Allfinanz*,⁶ símbolos do período. Do ponto de vista da supervisão financeira, a formação de conglomerados apresentava novos desafios, relacionados ao possível contágio de um dos seus integrantes por problemas em outro e à transparência das informações relativas à saúde financeira do grupo e de cada um dos seus integrantes.⁷

5 Nos regimes de repartição simples, os trabalhadores na ativa pagam pelos benefícios dos aposentados, por oposição ao modelo de capitalização, no qual as contribuições mensais dos trabalhadores formam reservas, administradas por entidades de previdência complementar, que propiciam o pagamento futuro de aposentadorias e pensões. Em 1994, relatório do Banco Mundial (1994) sobre a necessidade de reforma de sistemas previdenciários em razão da transição demográfica apontava que o regime de repartição simples ainda era o mais comum em todos os países. Ainda sobre a privatização ou financeirização de sistemas previdenciários, Natascha van der Zwan (2017) lembra que, desde os anos 1990, formuladores de políticas públicas aprovaram diversas reformas legislativas para aumentar o tamanho de entidades fechadas de previdência complementar, os chamados fundos de pensão. Os regimes de capitalização passaram a ser instituídos no pós-guerra e sua relevância cresceu de forma mais acelerada nos EUA e no Reino Unido, com mercados de capitais mais desenvolvidos, e mais lenta no restante do mundo. Ver Banco Mundial (1994).

6 A consolidação entre bancos universais e seguradoras foi uma marca do período. Os três maiores bancos alemães seguiram esse caminho. Em 1989, o Deutsche Bank estabeleceu uma subsidiária integral para atuar no setor de seguros e o Commerzbank entrou em uma *joint venture* com a seguradora DBV. Em 1991, a Allianz, maior seguradora do país, adquiriu participação minoritária no Dresdner Bank, com que viria a se fundir em 2001, dando origem ao que Schüler (2004) considera o primeiro grande conglomerado financeiro alemão. Na França a integração entre bancos e seguradoras também se elevou, com destaque para o estabelecimento de uma subsidiária integral pelo Credit Agricole em 1986, a Predica, que rapidamente se tornou a segunda maior seguradora de vida do país. Ver Scott (1995).

7 Sobre a transferência de recursos e riscos em conglomerados financeiros, Salama e Prado (2012) apontam que o “principal problema das operações financeiras entre instituições financeiras integrantes do mesmo grupo é a possibilidade de favorecimento. Isto é, operações de assistência financeira que se revestem, formalmente, de operações de crédito. Historicamente, no Brasil e no resto do mundo, operações desse tipo foram utilizadas para maquiar balanços, desviar recursos para controladores e administradores, fraudar o fisco, enganar acionistas minoritários, e burlar a supervisão dos poupadores e do público das mais variadas formas”. Sobre os desafios supervisiórios decorrentes da formação de conglomerados, ver Scott (obra citada na nota anterior).

Outra circunstância contribuinte para a perda de nitidez das fronteiras entre setores financeiros foi a derrubada da separação legal entre atividades bancária e de investimento nas jurisdições que a adotavam. A essa altura, a negociação de valores mobiliários havia angariado prestígio teórico.⁸ Com a retirada daquela barreira regulatória, agora percebida como ineficiente, governos buscavam dar mais dinamicidade aos sistemas financeiros dos seus países e promover crescimento econômico⁹ (Taylor, 2021). Nos EUA, a separação entre bancos comerciais e mercado de capitais, que vinha sendo flexibilizada pelo menos desde a década de 1980, foi extinta pelo Gramm-Leach-Bliley Act de 1999. O Reino Unido havia tomado esse caminho mais cedo: reformas relacionadas à bolsa de valores realizadas em 1986, apelidadas de *Big Bang*, permitiram a formação de conglomerados com atuação em todos os segmentos do sistema financeiro (Blair, 2007; Taylor, 2015).

O surgimento de produtos financeiros complexos, que agregavam elementos bancários, de seguros e de investimento, também testou os limites dos modelos setorial e institucional de supervisão. No caso emblemático da securitização de financiamentos imobiliários nos EUA, valores mobiliários eram lastreados por créditos bancários e podiam ter seu risco mitigado por derivativos (*credit default swaps*) oferecidos por seguradoras ou bancos de investimento e adquiridos por outros bancos de investimento, seguradoras e entidades de previdência complementar. Assim, o risco de crédito originalmente contido no balanço de bancos comerciais passou a ser transferido para fora do perímetro da regulação e da supervisão bancárias, dando origem ao *shadow banking system*. Em decorrência disso, sob a perspectiva prudencial, já não era possível relacionar o risco sistêmico apenas ao mercado bancário. Questões semelhantes também se apresentavam no campo da supervisão de condutas. Por exemplo, não havia clareza sobre se um banco britânico que oferecesse depósito com remuneração atrelada a índice do mercado de ações deveria observar regras de proteção a consumidores aplicáveis ao mercado bancário ou ao mercado de capitais (Taylor, 2015).

A diluição da demarcação entre os setores colocou em evidência os aspectos comuns às instituições participantes do sistema financeiro, independentemente de sua espécie. Todas elas, afinal, estão envolvidas com a captação e aplicação de poupança popular, tarefas que envolvem determinados riscos (Trindade, 2024). Ao lado de bancos, seguradoras e instituições atuantes no mercado de capitais, as entidades de previdência complementar ganharam relevância como investidores institucionais, em razão da expansão de regimes previdenciários de capitalização¹⁰ (Schüler, 2004).

Os modelos de supervisão setorial e institucional passaram, então, a ser criticados por apresentarem uma longa lista de deficiências, como sobreposições,¹¹ lacunas,¹² tratamento

8 Por exemplo, a Hipótese dos Mercados Eficientes, de Fama, propunha que o mercado de capitais propiciaria a alocação ótima de recursos, sempre que houvesse informação completa sobre os ativos negociados, e a Teoria Moderna do Portfolio, de Markowitz, demonstrava que a diversificação reduzia o risco agregado de conjuntos de valores mobiliários e, portanto, protegia investidores e otimizava investimentos. Foi uma mudança radical em relação à visão de negociações com valores mobiliários como especulativas, influente no momento histórico imediatamente anterior, logo após a crise de 1929.

9 Além da concorrência com bancos universais, tidos como mais eficientes, bancos comerciais se viam acudados por desenvolvimentos tecnológicos que reduziam o custo de informação para a tomada de decisões de investimento, abrindo espaço para a desintermediação financeira e, portanto, para o surgimento de substitutos para seus produtos no mercado de capitais. Além disso, diversas outras circunstâncias, como a demanda por títulos com boa classificação de risco de crédito por investidores institucionais após a redução da remuneração dos títulos do tesouro estadunidense em decorrência do excesso de reservas internacionais acumuladas por países com superávit comercial, concorreram para estimular inovações e a integração entre os segmentos do sistema financeiro. Finalmente, do ponto de vista político, a ampliação do endividamento privado – decorrente da flexibilização regulatória – era uma válvula de escape para governos que, diante da estagnação econômica, se viam acudados entre pressões conflitantes pelo atendimento a demandas sociais e a contenção da carga tributária, como apontado por Wolfgang Streeck (2011).

10 Sobre regimes previdenciários, ver a nota 5.

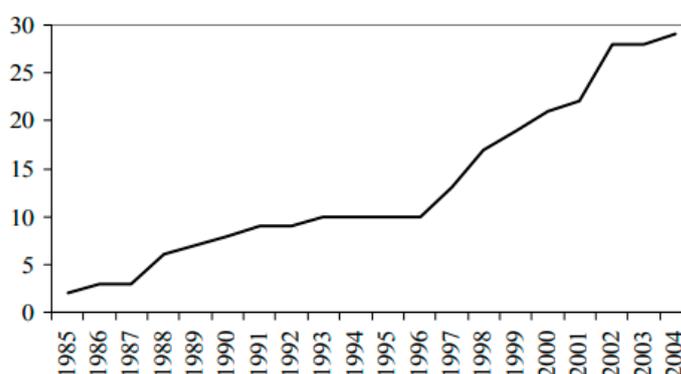
11 Como no exemplo das contas com remuneração atrelada ao mercado de capitais citado no corpo do texto.

12 Nos EUA, pelo menos desde meados da década de 1990, a coexistência da *Securities and Exchange Commission* (SEC) e da *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) foi relacionada à criação de uma divisão artificial entre mercados para valores mobiliários e derivativos, o que teria propiciado lacuna na regulação e supervisão do mercado de derivativos de balcão. O *Commodity and Futures Modernization Act* de 2000 confirmou a não submissão do mercado de derivativos de balcão tanto à supervisão da SEC quanto à da CFTC (Omarova, 2015). A AIG, uma das maiores seguradoras daquele país, constituiu uma subsidiária para atuar no mercado de derivativos de crédito (*credit default swaps* ou CDS), que também estava fora do escopo da regulação e supervisão do mercado de seguros. A assunção de risco por meio de CDSs foi determinante para a quebra daquela seguradora quando o mercado de financiamento imobiliário dos EUA ruiu. Após a Crise Financeira Internacional, o Dodd-Frank Act de 2010 criou mecanismos de regulação e supervisão para o mercado de derivativos de balcão.

inconsistente de produtos equivalentes,¹³ falta de monitoramento do risco sistêmico¹⁴ e problemas de coordenação.¹⁵ O reconhecimento dessas limitações fez com que a relação entre a estrutura de supervisão, de um lado, e a estabilidade e a eficiência do sistema financeiro, de outro, passassem a receber cada vez mais atenção de formuladores de políticas públicas e acadêmicos (Taylor, 2015).

Foi nesse contexto que a integração de supervisores ganhou destaque como uma estratégia para superar a percebida obsolescência dos modelos fragmentados. A centralização de atividades supervisórias prometia, ainda, economias de escala, já que poderia proporcionar melhor aproveitamento de recursos humanos e materiais dos supervisores (Taylor; Flemming, 1999). Diversos países passaram, então, a adotar modelos integrados de supervisão. Em casos de integração parcial, seguiu havendo mais de um supervisor no sistema financeiro, mas um deles acumulava atribuições sobre mais de um segmento – por exemplo, uma autoridade prudencial responsável pelos mercados bancário e de seguros. Já na integração total ou unificação, um único supervisor passou a zelar por aspectos prudenciais e de conduta em todos os setores financeiros. Singapura (1984) e os países nórdicos (de 1986 a 1991) foram pioneiros no emprego dessa estratégia, que ganhou tração em 1997, ano de criação da Autoridade de Serviços Financeiros (*Financial Services Authority* ou FSA) no Reino Unido.¹⁶ A FSA passou a ser a única autoridade de supervisão daquela jurisdição e, dada a influência da regulação financeira britânica, referência internacional (Taylor, 2015, 2021). Em 2002, a Alemanha fundiria a supervisão dos setores bancário, de seguros e de negociação de valores mobiliários em sua nova Autoridade de Supervisão Financeira Federal (BaFin).¹⁷ Áustria, Bélgica, Colômbia, Irlanda, Japão, Coreia do Sul e Letônia foram alguns dos países a seguir a mesma direção (Taylor, 2021). Em 2004, ao menos cinquenta jurisdições apresentavam algum grau de integração da função prudencial, com um supervisor responsável por mais de um setor, e no mínimo 29 países atribuíam a uma única autoridade competências prudenciais sobre todos os setores do sistema financeiro (Čihák; Podpiera, 2006). Outro levantamento, realizado poucos anos mais tarde, identificou 25 países com um supervisor totalmente integrado (Barth e coautores, 2013).

Gráfico – Número de supervisores prudenciais responsáveis por todo o sistema financeiro



Fonte: elaborado por Čihák e Podpiera (2006).

13 Por exemplo, as contas de depósito bancário e fundos de investimento com alta liquidez nos EUA pré-Crise Financeira Internacional.

14 Como no caso da securitização, que transferia risco sistêmico do mercado bancário para entidades não submetidas a regras prudenciais adequadas.

15 Por exemplo, no Reino Unido, grupos financeiros diversificados que atuassem nos mercados bancário, de capitais e de seguros poderiam ser supervisionados por até sete autoridades distintas (Taylor, 2015).

16 Até então, o Banco da Inglaterra, o banco central inglês, era responsável pela supervisão bancária, com base no *Banking Act* de 1987 – e antes disso, com fundamento em costumes – e a supervisão de atividades relacionadas a valores mobiliários e investimentos, incluindo o mercado de seguros, era atribuída pelo *Financial Services Act* de 1986 a diversas organizações de autorregulação (*self-regulatory organizations* ou SROs), que eram monitoradas pelo Conselho de Investimentos e Valores Mobiliários (*Securities and Investments Board* ou SIB), uma entidade não governamental com poderes recebidos por delegação de um ministério. No total, a supervisão financeira estava espalhada entre nove entidades. Taylor (2021) confirma a impressão de que se tratava de um sistema de complexidade considerável.

17 O banco central alemão não deixou de desempenhar papel significativo na supervisão bancária (Schüler, 2004; Ferran, 2015).

Em meio à tendência de consolidação de atribuições supervisórias, possíveis desvantagens do modelo totalmente integrado passaram a ser especuladas. Uma delas seria que, se os objetivos do supervisor integrado não fossem claramente especificados, conflitos entre as funções prudencial e de condutas poderiam levar à preterição de uma delas. O foco na competitividade da indústria financeira nacional ou na proteção de consumidores poderia relegar a função prudencial a segundo plano? Uma infração a regra de conduta poderia não ser punida diante do receio de que a sanção comprometeria a viabilidade de instituição supervisionada? Essas dúvidas sugeriam que não necessariamente a supervisão unificada seria mais eficaz do que a fragmentada. Outros potenciais problemas da integração diziam respeito às deseconomias de escala de uma entidade grande demais e, por isso, difícil de administrar; e à geração de risco moral no sistema financeiro.¹⁸

Diante da disputa teórica sobre as vantagens e desvantagens do modelo de supervisão integrada em relação ao setorial ou institucional, Čihák e Podpiera (2006) buscaram avaliar os efeitos da integração nos 29 países que haviam instituído um único supervisor prudencial. Em seu estudo, encontraram evidências de relação entre a presença de supervisor prudencial único e a qualidade da supervisão – medida pela adequação a padrões internacionais – e a sua maior consistência entre setores do sistema financeiro. Por outro lado, não identificaram associação entre integração e redução de gastos com pessoal envolvido na supervisão, um dos componentes do argumento de que a integração geraria economias de escala. No caso da integração de supervisores nos países escandinavos, entretanto, outros autores referem-se a ganhos de eficiência e economias de escala, além do aumento da qualidade da supervisão (Taylor; Flemming, 1999).

É preciso ter presente que Čihák e Podpiera somente consideraram a integração da função prudencial. Em sua classificação, o supervisor único não necessariamente tem responsabilidade pela área de condutas. Ou seja, as jurisdições que analisaram não necessariamente adotam o regime de integração total ou unificação, já que este pressupõe a reunião daquelas duas funções em uma única autoridade. Dessa maneira, as suas conclusões alcançam o modelo *Twin Peaks*.

Quanto à supervisão unificada, seu prestígio foi abalado pela Crise Financeira Internacional de 2007-2009 (CFI). No Reino Unido, o Turner Review (FSA, 2009), possivelmente o principal relatório sobre a Crise elaborado no país, identificou um viés na atuação da FSA em favor da supervisão de condutas, isto é, que a solidez de instituições supervisionadas havia perdido espaço para preocupações com a proteção de consumidores e a competitividade dos mercados britânicos. Na supervisão do Northern Rock, o primeiro banco britânico a sofrer uma corrida bancária em cerca de 150 anos, constatou-se que a FSA frequentemente adotava iniciativas direcionadas à defesa de consumidores, enquanto considerações relativas à capitalização e liquidez eram objeto de reuniões prudenciais realizadas a cada três anos. Em retrospectiva, a postura do supervisor unificado britânico foi vista como um menosprezo à sua função prudencial (Taylor, 2015).

Esse episódio foi interpretado como a confirmação de que a combinação de funções prudenciais e de conduta na mesma entidade comprometeria uma delas. Esse era um ponto ressaltado pelos proponentes do *Twin Peaks*, um modelo de supervisão financeira concebido por um britânico, Michael Taylor, em meados da década de 1990, que não havia angariado muitos seguidores até então – fora adotado na Austrália, em 1998, e nos Países Baixos, em 2002. A proposta de separação daquelas duas funções supervisórias baseava-se na premissa de que a preservação da estabilidade financeira e a tutela dos usuários do sistema financeiro demandariam habilidades e

¹⁸ Esse ponto tem relação com a possível percepção dos clientes de instituições não bancárias, diante de um único supervisor para o sistema financeiro, de que os produtos que adquirissem contariam com a mesma proteção disponível para produtos bancários (por exemplo, o seguro de depósitos), reduzindo a disciplina de mercado fundamental para controlar a assunção de risco por instituições financeiras.

culturas diferentes.¹⁹ Além disso, apoiava-se na observação de que, num supervisor integrado, os conflitos entre as funções prudencial e de condutas seriam resolvidos por critérios políticos. Em tempos normais, quando a quebra de instituições financeiras é rara, Taylor aponta que o foco da autoridade singular estaria na proteção a clientes, de modo que a robustez das instituições supervisionadas acabaria preterida.

Quanto à apontada inclinação de supervisores unificados pela função de condutas, é bom ter presente que, antes da CFI, muitas economias desenvolvidas haviam desfrutado de longo período de estabilidade financeira, o que pode ter contribuído para que o risco de uma crise financeira fosse subestimado. No caso particular do Reino Unido, outra circunstância deve ser considerada: falhas na proteção a consumidores financeiros haviam sido a razão central para a instituição do modelo de supervisão unificada do Reino Unido. Entre o final da década de 1980 e o começo dos anos 1990, as autoridades britânicas foram incapazes de impedir que funcionários de instituições financeiras, em busca de comissões, induzissem centenas de milhares – algumas estimativas dão conta de dois milhões – de clientes a migrar de fundos de pensão (*occupational pension schemes*), que lhes seriam mais vantajosos, para planos de previdência complementar aberta (*personal plans*). Esse foi um episódio marcante da história financeira do Reino Unido e influenciou a formatação do seu supervisor totalmente integrado (Taylor, 2015 e 2021). Como veremos na próxima Seção, esses aspectos econômicos e políticos distinguem a realidade britânica e a de outros países desenvolvidos da brasileira.

Seja como for, o fato é que um conjunto de fatores fez do *Twin Peaks* a escolha preferencial de países que reformaram suas arquiteturas financeiras a partir da década passada²⁰ (Godwin e Schmulow, 2021; Taylor, 2021): a percepção de que a FSA, ícone da supervisão unificada, havia fracassado; a necessidade política de oferecer uma resposta à Crise; os argumentos teóricos em prol da supervisão por objetivos, que evitaria conflitos entre as funções prudencial e de condutas;²¹ e o fato de o sistema financeiro de um país que a adotava desde 1998, a Austrália, ter passado praticamente incólume pelas adversidades decorrentes da debacle do mercado de financiamento imobiliário estadunidense. O Relatório De Larosière,²² um dos mais importantes documentos elaborados em resposta à CFI no âmbito da União Europeia, propôs a adoção da supervisão por objetivos pelo Sistema Europeu de Supervisão Financeira. Entre as jurisdições que a colocaram em prática, estão Reino Unido, África do Sul, Bélgica, e Nova Zelândia.²³ Os EUA cogitaram a sua própria versão do *Twin Peaks*, embora não a tenham tirado do papel (The Department of the Treasury, 2008).

19 Sobre a diferença de culturas, Trindade (2024a) observa que “o regulador prudencial é movido pela percepção de que o verdadeiro risco para os poupadores é a insolvência do tomador de recursos [...] e isso, inclusive, porque um simples episódio de insolvência pode contaminar todo o sistema. [...] Em outras palavras, o regulador prudencial age silenciosamente. Encontrando um problema em uma instituição, não o torna público – para evitar uma corrida dos depositantes. Ao contrário, atua no âmbito de sua relação direta com o tomador de recursos, provendo liquidez, por um lado, e por outro determinando a readequação da qualidade dos ativos que garantem as aplicações dos poupadores”. Por outro lado, “o regulador de condutas se preocupa primordialmente com a adequada informação para os investidores, seja quanto aos riscos inerentes aos investimentos, seja quanto aos fatores que podem afetar seu valor e a possibilidade de seu resgate ou alienação. Por isso, no exercício do seu mandato, o regulador de condutas trabalha para que todas as notícias, boas ou más, sejam comunicadas aos poupadores o mais rápido possível. [...] Se descobre que uma instituição tem um problema de liquidez, atua para evitar que alguns investidores consigam receber seus recursos e outros não. Determina a publicação de um fato relevante e suspende a possibilidade de resgate pelos poupadores”. Em relação ao mesmo tema, o Comitê para Assuntos Econômicos da Câmara dos Lordes do Parlamento do Reino Unido apontou que a supervisão de condutas é normalmente realizada por juristas e a supervisão prudencial, atividade predominantemente econômica (Taylor, 2021).

20 O padrão-ouro, segundo Armínio Fraga (Thedim; Pimenta, 2024).

21 Além de conservar as vantagens do modelo de supervisão unificada em relação ao setorial, por ser adequado à complexidade crescente dos produtos financeiros e ao crescimento contínuo dos conglomerados no setor (Godwin; Schmulow, 2021).

22 Ver a sua Recomendação 24.

23 Há quem classifique a arquitetura financeira francesa adotada em 2010 como um caso de *Twin Peaks*. Contudo, como a autoridade prudencial francesa (*Autorité de Contrôle Prudenciel et de Résolution*) tem atribuições de supervisão de condutas nos mercados bancários e de seguros, a filiação francesa à supervisão por objetivos parece questionável.

1.1 Questões: custos, riscos e desenho institucional

A reforma de modelo de supervisão financeira envolve custos. No Reino Unido, a criação de um novo supervisor prudencial (*Prudential Regulation Authority*) e a conversão do antigo supervisor integrado (a FSA) em autoridade de condutas (*Financial Conduct Authority*) foram orçadas entre 90 e 175 milhões de libras pelo Tesouro britânico (HM Treasury, 2011). Persuadido pela visão de que falhas na supervisão unificada haviam contribuído para o colapso financeiro experimentado poucos anos antes, o governo britânico aceitou pagar aquela conta. Foi uma decisão oposta àquela adotada em meados da década de 1990, quando o *Twin Peaks*, então proposto pela primeira vez no país, havia sido rejeitado por ter sido considerado “excessivamente custoso e radical” (Taylor, 2021). Uma recomendação extraída daí é que os custos estimados para uma reforma, por si só, não devem ser obstáculo à sua execução, mas devem ser analisados conjuntamente com os ganhos dela esperados, isto é, com identificação das deficiências a serem corrigidas e análise de como isso contribuirá para a eficiência e a estabilidade do sistema financeiro.

Além das despesas esperadas, determinados riscos da mudança de modelo de supervisão precisam ser considerados. Um deles é apontado pelo próprio criador do *Twin Peaks*. Em suas palavras, “estruturas não evitam crises financeiras” (Taylor, 2015). O sucesso da supervisão depende de uma série de condições, e o aparato institucional é apenas uma delas. O problema é que outros fatores cruciais, como a insuficiência de ferramentas legais à disposição dos supervisores ou a carência de pessoal e recursos,²⁴ podem acabar ofuscados por discussões sobre alocações de competências. O caso dos Países Baixos por vezes é usado como ilustração: na CFI, muitos dos seus grandes bancos enfrentaram dificuldades e precisaram recorrer a resgates com recursos dos contribuintes, apesar de o *Twin Peaks* ter sido aprovado no país em 2002 (Ferran, 2015). É bom, contudo, ter presente a controvérsia sobre esse exemplo: defensores da supervisão por objetivos lembram que, embora anunciada naquele ano, a transição completa para aquele modelo apenas aconteceu em 2007, com a promulgação do *Act for Financial Supervision*, meses antes da Crise (Taylor, 2021). Outros riscos devem ser considerados, como o de grupos de interesse aproveitarem uma reforma do arcabouço institucional para avançar pretensões desassociadas dos esforços para promover estabilidade e eficiência no sistema financeiro (Cihak; Podpiera, 2006; Ferran, 2011).

Por fim, como em qualquer discussão sobre políticas públicas, o debate sobre a conveniência de se reformar a arquitetura financeira brasileira não se resume a uma questão binária sobre a adoção ou não de determinado modelo. Não existe apenas um *Twin Peaks*, mas variações do modelo abstrato de supervisão por objetivos (Godwin e outros, 2017). Todos os aspectos do novo arcabouço proposto devem ser considerados. Algumas questões sobre o desenho da supervisão por objetivos são: como definir as funções e objetivos de cada supervisor – por exemplo, se a regulação da concorrência será atribuída ao supervisor de condutas, ao supervisor prudencial, à autoridade de defesa da concorrência ou será compartilhada entre tais entidades; e como o relacionamento entre os supervisores será estruturado (Godwin; Schmulow, 2021).²⁵

24 Uma lista não exaustiva de condições necessárias para o sucesso da supervisão financeira é dada por Taylor (2015): clareza de objetivos, independência e controle (*accountability*), recursos adequados, poderes para forçar o cumprimento de regras (*enforcement*), abrangência da regulação. Ferran (2015) trata de algumas delas.

25 Godwin e outros (2017) e Godwin e Schmulow (2021) referem-se a outras questões, como se a função prudencial deve ou não ser atribuída ao banco central, debate para o qual não parece haver abertura no Brasil e que perdeu fôlego internacionalmente após a CFI, em razão de preocupações com a coordenação entre supervisão bancária e assistência de liquidez emergencial por bancos centrais ou pelo tesouro em cenários de crise, e com a supervisão macropprudencial, cujas ferramentas devem ser majoritariamente manejadas pelo banco central em razão de sua relação com a sua função de política monetária (Taylor, 2021). A Austrália é caso de adoção do *Twin Peaks* em que o banco central (Reserve Bank of Australia) não reteve responsabilidades regulatórias ou supervisórias, exceto em relação ao sistema de pagamento.

Em síntese, idealmente, eventual proposta de reforma deve apresentar estimativa de custos para a alteração cogitada, indicar detalhadamente os problemas que pretende resolver e os benefícios para a sociedade daí esperados, mapear riscos da mudança de modelo de supervisão e especificar as razões que justificam o desenho institucional sugerido para o *Twin Peaks*.

2 Caso brasileiro: estrutura institucional concebida nas décadas de 1960 e 1970

Os pilares da atual arquitetura financeira brasileira foram lançados nas décadas de 1960 e 1970. A partir da chamada Reforma Bancária de 1964 (Brasil, 1964), nova estrutura institucional de supervisão foi gradualmente estabelecida. Seus primeiros elementos foram criados naquele mesmo ano: o Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão a que foram atribuídos poderes normativos de formulação de política monetária e creditícia, e o Banco Central do Brasil (BC), que, além de competências relacionadas às políticas monetária e cambial, recebeu mandato para zelar pelo cumprimento das normas editadas pelo CMN, ou seja, para a supervisão do sistema financeiro. O alcance daquele diploma legal foi amplo e compreendeu instituições financeiras bancárias e não bancárias, bolsas de valores e companhias de seguro e capitalização.²⁶

No ano seguinte, foi estabelecida disciplina legal para o mercado de capitais (Brasil, 1965), com o objetivo de estimular investimentos de mais longo prazo no país (Yazbek, 2009). A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autoridade com poderes de supervisão de condutas especificamente voltados à emissão e negociação de valores mobiliários, foi criada algum tempo depois, em 1976 (Brasil, 1976). O perímetro da sua atuação compreende companhias abertas, instituições financeiras não bancárias – bancos de investimento, corretoras e distribuidores de títulos e valores mobiliários – e bolsas de valores.

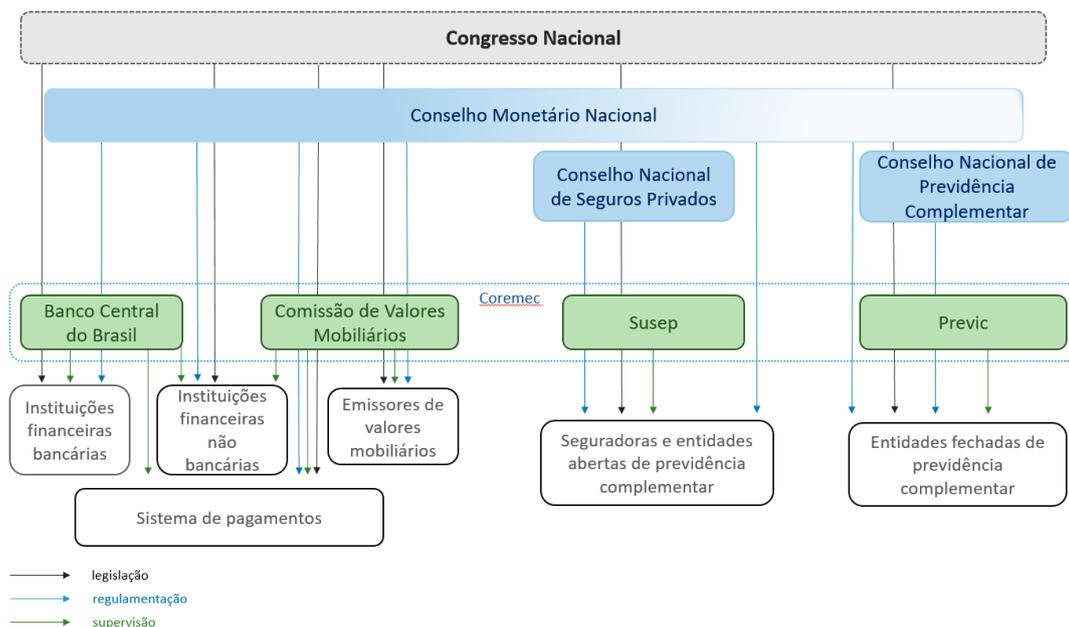
Em 1966, foram criados o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP), órgão com poderes normativos, e a Superintendência de Seguros Privados (Susep), que passou a atuar como supervisora de companhias seguradoras (Brasil, 1966). Mais tarde, a Susep passou a ser responsável também pela supervisão das sociedades de capitalização e das entidades abertas de previdência complementar (Brasil, 1967 e 1977). Já as entidades fechadas de previdência complementar, apelidadas de fundos de pensão, foram inicialmente submetidas à supervisão da Secretaria de Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social, que, no final de 2009, teve suas competências transferidas para a recém-criada Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) (Brasil, 2009).

Para coordenar as ações dos quatro supervisores financeiros, em 2006, foi criado o Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec).²⁷

²⁶ Ver o art. 18, § 1º, da Lei 4.595, de 1964.

²⁷ O Coremec foi extinto pelo Decreto 10.087, de 5 de novembro de 2019, e reinstituído pelo Decreto 10.465, de 18 de agosto de 2020. Suas competências envolvem a articulação entre as entidades participantes; a discussão e a promoção de medidas, iniciativas de regulação e procedimentos de fiscalização que visem ao melhor funcionamento dos mercados supervisionados; e o intercâmbio de informações, inclusive com instituições internacionais. O Comitê reúne-se semestralmente.

Quadro 1 – Arquitetura financeira brasileira



Fonte: elaborado pelo autor.

Observações:

1. A regulação da concorrência entre instituições financeiras é atribuída conjuntamente ao BC e ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Memorando de Entendimentos firmados entre as duas autarquias estabelece procedimentos para análise de atos de concentração.
2. O modelo regulatório/supervisório brasileiro contém elementos de autorregulação/supervisão, especialmente no mercado de capitais, em que a bolsa de valores estabelece regras para emissores e negociadores de valores mobiliários e zela pelo seu cumprimento.
3. No campo bancário, o Fundo Garantidor de Créditos possui competências relacionadas à resolução de instituições financeiras.

A coexistência de BC, CVM, Susep e Previc é característica que aproxima a estrutura de supervisão brasileira do modelo de supervisão setorial.²⁸ Nossa arquitetura financeira, entretanto, como a de muitos países, tem traços singulares – a presença de órgãos de composição política com poderes normativos infralegais (o CMN, o CNSP e o CNPC) é um deles. Mais importante para o objeto deste estudo é o fato de o CMN ter recebido determinadas atribuições regulatórias sobre os setores de seguros e previdência complementar, além de suas competências típicas, relacionadas aos mercados bancário e de capitais. Compete ao CMN,²⁹ por exemplo, dispor sobre a aplicação das reservas técnicas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras e das entidades abertas de previdência complementar, além de definir as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados por entidades fechadas de previdência complementar.³⁰ Dessa maneira, a estrutura de supervisão brasileira incorpora algum elemento de integração.³¹ Por sua vez, o fato de o BC supervisionar instituições financeiras não bancárias – como corretoras e distribuidoras de valores mobiliários – é um traço do modelo de supervisão institucional, em que supervisores são responsáveis por determinados tipos de instituição e não por determinado setor.

²⁸ Mattos (2015) discorda de que o modelo brasileiro é setorial e defende que ele não se adequa a nenhum dos arquétipos usualmente utilizados nesse campo (setorial, institucional, integrado ou por objetivos), apesar de apontar que nenhuma arquitetura financeira concreta representa perfeitamente modelos abstratos de supervisão.

²⁹ Vale lembrar que o CMN é órgão de reunião ocasional, composto apenas por três Ministros de Estado, e que os aspectos operacionais de sua atuação são delegados ao BC – pelo art. 11, inciso VIII, da Lei 4.595, de 1964.

³⁰ Ver art. 18, § 1º, da Lei 4.595, de 1964; art. 28 do Decreto-Lei 73, de 21 de novembro de 1966; e art. 9º, § 1º, da Lei 109, de 29 de maio de 2001. No plano regulamentar, ver, por exemplo, as Resoluções CMN 4.993 e 4.994, ambas de 24 de março de 2022.

³¹ Citando Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, Pinto (2015) aponta que “a instituição do SFN, a partir da supremacia do CMN como órgão regulador de cúpula, e do BC na qualidade de regulador de segundo nível e executor da política determinada pelo primeiro, é considerada por alguns autores como a origem do tratamento sistêmico do mercado financeiro no País”.

2.1 Evolução do cenário financeiro

Na época em que a atual arquitetura financeira do país foi estabelecida, nas décadas de 1960 e 1970, a adoção de modelo de supervisão setorial ou institucional era natural, dada a segregação das atividades bancária, de investimento, de seguros e previdência complementar mencionada na Seção 2. Originalmente, a Reforma Bancária de 1964 pretendeu mesmo compartimentalizar o sistema financeiro brasileiro, por meio da criação de tipos especializados de instituições (Yazbek, 2009). Os bancos comerciais eram autorizados a captar depósitos a vista do público e não deveriam comunicar-se com os bancos de investimento, numa tentativa de importação do modelo de separação entre atividade bancária e mercado de capitais então vigente nos EUA (Salama e Prado, 2012).³²

Contudo, o cenário financeiro brasileiro mudou nas décadas seguintes. O regime militar incentivou a concentração bancária como política para elevar a eficiência operacional e a mobilização de recursos para a economia.³³ Nesse processo, conglomerados financeiros foram formados a partir da aquisição de bancos de investimento por bancos comerciais. Para resolver a dissonância entre previsões normativas de compartimentalização e a realidade de consolidação verificada no sistema financeiro, em 1988, o Conselho Monetário Nacional autorizou a formação de bancos múltiplos, a versão brasileira dos bancos universais, oficializando o que já acontecia na prática – Salama e Prado (2012) observam que “do ponto de operacional quase nada mudou”. O nível de concentração bancária voltaria a subir após período turbulento experimentado pelo setor na década de 1990.

Além da formação de conglomerados, o aumento da complexidade de produtos financeiros é outro fator a aproximar o quadro brasileiro daquele que, em outros países, motivou o abandono da supervisão setorial ou institucional. Por exemplo, com o crescimento do mercado de capitais do País, foram criadas novas alternativas não apenas para a captação de recursos por empresas, como para a realização de investimento por pessoas físicas que, anteriormente, apenas acessavam produtos mais simples, como contas de depósito. Hoje, sociedades empresárias que precisem de recursos, mesmo as não listadas em bolsa, frequentemente podem eleger entre financiamento bancário ou a emissão títulos de dívida. Por sua vez, consumidores podem, eventualmente, encontrar-se em dúvida entre aplicar recursos na poupança, adquirir certificado de operações estruturadas – título cuja remuneração é relacionada a valores mobiliários negociados no mercado de capitais – ou cotas de fundo de investimento. Como visto no item 2.1, essas circunstâncias requerem cuidado em ambiente de supervisão fragmentada, tanto do ponto de vista prudencial quanto do de condutas.

Como a formação de conglomerados e a complexidade de produtos são circunstâncias que turvam a fronteira entre os setores financeiros e criam desafios para estrutura de supervisão com influência pronunciada do modelo setorial, o debate sobre a reforma da arquitetura financeira brasileira é oportuno.

32 Carvalho (2014) comenta a influência da regulação norte-americana sobre as reformas legislativas realizadas no Brasil a partir da década de 1960, mas observa que, ainda em 1966, quando o CMN editou regulamento da atividade dos bancos de investimento, esta espécie de instituição foi desconectada da sua filosofia original, que pretendia apartar o setor de investimentos da área bancária comercial. Sobre a distinção entre bancos comerciais e de investimento, ver a nota 4, acima.

33 O regime militar editou atos normativos que limitavam a abertura de agências e concediam benefícios tributários para fusões e aquisições e que determinavam o fim da emissão de cartas patentes para novos bancos. Após as crises do petróleo, novos estímulos à aquisição de bancos em crise por instituições saudáveis foram concedidos, com uso de recursos públicos - da Reserva Monetária, formada com a receita do Imposto sobre Operações Financeiras – para o saneamento de instituições financeiras ou o pagamento total do passivo daquelas submetidas a intervenção ou liquidação extrajudicial. Ver Pinto (2015). Para uma síntese dos argumentos sobre as relações entre concentração e eficiência e entre concentração e estabilidade no sistema financeiro, ver Mattos (2015).

2.2 Alguns pontos a serem avaliados

Considerados os seus potenciais custos e riscos, o avanço de proposta nesse campo requer clareza sobre as deficiências da atual arquitetura financeira, a capacidade de a supervisão por objetivos remediá-las e sobre o desenho pensado para o *Twin Peaks* brasileiro. Quanto ao primeiro ponto, menções iniciais já foram feitas a possíveis sobreposições, lacunas, obstáculos à inovação e à atuação de supervisores em relação à estabilidade sistêmica e ao monitoramento de condutas irregulares.³⁴

Um dos tópicos que parece merecer atenção diz respeito ao potencial conflito entre as funções prudencial e de conduta em um mesmo supervisor, destacado pelos proponentes do *Twin Peaks*. No modelo fracionado brasileiro, ele está presente em cada um dos supervisores (Trindade, 2024a). Entretanto, ao contrário do que aconteceu no Reino Unido e em outras economias desenvolvidas nos anos que antecederam a Crise Financeira Internacional, a inclinação das autoridades brasileiras não necessariamente se dá em direção à supervisão de condutas. No caso específico do mercado bancário, o Brasil tem se notabilizado pelo rigor da supervisão prudencial.³⁵ Em sua Avaliação da Estabilidade do Sistema Financeiro brasileiro realizada em 2012, o Fundo Monetário Internacional (FMI) destacou a estabilidade financeira verificada no país e a relacionou à qualidade da atuação do BC (IMF, 2012).

Por outro lado, há indícios de que a função de condutas não ocupa lugar de destaque na agenda do supervisor bancário. No mesmo documento em que elogiou a supervisão prudencial do país, o FMI identificou que a proteção de consumidores do setor era atribuída a órgão do Ministério da Justiça com graves problemas de pessoal. Ainda que a falta de servidores seja corrigida, a delegação de braço importante da supervisão de condutas a órgão ou entidade alheio à arquitetura financeira levanta questões sobre a sua capacidade de acessar informações e manejar instrumentos de supervisão adequados, entre eles medidas sancionadoras previstas em legislação específica.³⁶ Mais recentemente, o papel do BC na tutela de consumidores bancários foi descrito como restrito.³⁷ Quanto à competição no setor, antes de 2018, quando o BC defendia sua competência exclusiva para analisar questões concorrenciais envolvendo seus supervisionados, observadores externos apontaram tendência da autarquia a pospô-las.³⁸

É possível especular possíveis razões para o sinal invertido no conflito entre função prudencial e de conduta no setor bancário no Brasil em relação ao Reino Unido:³⁹ economias emergentes desfrutam de menos estabilidade financeira e, portanto, apresentam maior propensão a crises; em centros financeiros internacionais, a capacidade de atração de recursos estrangeiros torna o

34 Ver comentários de especialistas nas matérias citadas na nota 1.

35 Em 2012, o então presidente interino da CVM, Otávio Yazbek, defendeu a adoção do modelo *Twin Peaks* no Brasil e apontou que a supervisão prudencial e sistêmica era a grande vocação do Banco Central. Ver Bruno, 2012.

36 A Lei 13.506, de 13 de novembro de 2017, que trata dos processos administrativos sancionadores na esfera de operação do BC e da CVM.

37 Segundo Marcos Pinto, Secretário de Reformas Econômicas do Ministério da Fazenda (Otta e Pimenta, 2024): “a inclusão bancária tem aumentado, e isso tem que vir acompanhado de medidas que promovam a transparência e a coerção de práticas predatórias a consumidores financeiros. E essa é uma área em que hoje, no Brasil, temos uma certa confusão regulatória. (...) Tem o Código de Defesa do Consumidor, tem o Banco Central com algum papel na área, mas restrito. Precisamos avançar. Da mesma forma em que hoje a CVM assegura para o investidor a transparência nos produtos que ele está comprando, o regulador de condutas asseguraria a transparência para o consumidor de produtos de dívida para o tomador do crédito, a transparência na operação, e coibiria práticas predatórias”.

38 Matias (2015) lembra afirmação de Celso Campilongo, então conselheiro do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), em seu voto-vista no Ato de Concentração 08012.006762/2000-09. Ao comentar a primazia conferida pelo BC a questões prudenciais, Campilongo observou: “não há exagero nas afirmações aqui feitas. Pergunto: qual o registro, na jurisprudência, na literatura jurídica ou na prática bancária, desde 1964, de análise antitruste de atos de concentração no sistema financeiro feita pelo Bacen, ou de controle de condutas anticoncorrenciais? A resposta é seca e direta: nenhum”. Calixto Salomão Filho afirmou que “o Banco Central jamais exerceu sua competência em matéria concorrencial” (*apud* Matias, 2015). Até 2018, BC e Cade disputavam a exclusividade na análise de atos de concentração no sistema financeiro. Naquele ano, um memorando de entendimentos entre as entidades foi firmado, com a definição de competências complementares das duas autarquias.

39 Ver o tópico I.I.

impacto do custo regulatório na competitividade da indústria financeira uma questão de maior relevância política; os grupos afetados pela preterição da função de condutas têm baixo poder de pressão no Brasil.

Quanto aos riscos da mudança de abordagem, é preciso cuidado para que discussões sobre o *Twin Peaks* não posterguem o enfrentamento de outras questões fundamentais. Duas delas são a falta de recursos à disposição da CVM⁴⁰ e a insuficiência de mecanismos de proteção de investidores, fatores que podem ser relacionados ao alto índice de extração de renda de acionistas minoritários por controladores verificado em nossa jurisdição.⁴¹

Por fim, quanto ao desenho do *Twin Peaks*, questão candente é se o mercado de previdência complementar, especialmente o das entidades fechadas de previdência complementar, será incluído no modelo de supervisão por objetivos, em razão da tensão existente entre a solidez financeira de fundos de pensão e o seu envolvimento no financiamento de políticas públicas.⁴²

Considerações finais

Tanto os fatores que motivaram a substituição da supervisão fragmentada pela integrada em diversos países quanto aqueles que levaram outros tantos a preferir o *Twin Peaks* estão ao menos parcialmente presentes no cenário financeiro brasileiro. Por isso, o debate sobre a adoção da supervisão por objetivos no país é promissor. Como uma reforma do gênero envolve custos, riscos e decisões de política pública a respeito da nova configuração dos supervisores, proposta a esse respeito, além de estimar as despesas necessárias para a sua execução, deve precisar as deficiências da estrutura de supervisão a ser substituída, explicar por que o modelo proposto poderá supri-las e justificar o desenho escolhido para a nova arquitetura financeira. A falta de recursos à disposição da CVM, a insuficiência de mecanismos de proteção de investidores no mercado de capitais, a inclusão do mercado de fundos de pensão no modelo *Twin Peaks* e a necessidade de maior atenção à supervisão de condutas no campo bancário são questões a serem consideradas.

40 Em Avaliação da Estabilidade do Sistema Financeiro brasileiro, o FMI (2018) apontou: “contudo, os recursos da CVM não refletem apropriadamente o número de agentes no setor de fundos de investimento que lhe compete monitorar, o crescimento do setor e o papel importante desempenhado pelos fundos de investimento no sistema financeiro. O último concurso público para recrutamento de servidores ocorreu em 2010, tornando desafiador para a CVM a simples substituição de servidores aposentados”.

41 Sobre o alto grau de extração de renda de acionistas minoritários no Brasil, ver as análises empíricas de Alexander Dyck e Luigi Zingales (2004) e Tatiana Nenova (2003).

42 A inclusão do mercado de previdência complementar no *Twin Peaks* ocorre, por exemplo, na Austrália, onde a autoridade prudencial (Australian Prudential Regulatory Authority ou APRA) é responsável por supervisionar instituições bancárias, companhias seguradoras e previdência complementar (*large superannuation funds*), e nos Países Baixos, cuja autoridade prudencial, o Banco Central dos Países Baixos, zela pela higidez do mercado de previdência complementar.

Referências

- ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca; GORDON, Jeffrey; MAYER, Colin; PAYNE, Jennifer. **Principles of Financial Regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2016.
- BANCO MUNDIAL. **Averting the Old Age Crisis**: policies to protect the old and promote growth. Oxford University Press, 1994.
- BARTH, James; CAPRIO Jr., Gerard; LEVINE, Ross. Bank Regulation and Supervision in 180 Countries from 1999 to 2011. **NBER Working Paper Series**, 2013.
- BLAIR, William. Banking Law Developments in the United Kingdom. 1997. **Current Legal Issues Affecting Central Banks, Volume IV**. Disponível em <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781557755032/cho20.xml>.
- BRASIL. Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Publicada no Diário Oficial da União de 31 de dezembro de 1964, pág. 12.081.
- BRASIL. Lei 4.728, de 14 de julho de 1965. Publicada no Diário Oficial da União de 16 de julho de 1965.
- BRASIL. Decreto-Lei 73, de 21 de novembro de 1966. Publicado no Diário Oficial da União de 22 de novembro de 1966.
- BRASIL. Decreto-Lei 261, de 28 de fevereiro de 1967. Publicado no Diário Oficial da União de 28 de fevereiro de 1967.
- BRASIL. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Publicada no Diário Oficial da União de 9 de dezembro de 1976, pág. 16.037.
- BRASIL. Lei 6.435, de 15 de julho de 1977. Publicada no Diário Oficial da União de 20 de julho de 1977, pág. 9.193.
- BRASIL. Lei 12.154, de 23 de dezembro de 2009. Publicada no Diário Oficial da União de 23 de dezembro de 2009, pág. 1.
- BRUNO, Luciana. CVM defende novo modelo de regulação para instituições financeiras. **Valor Econômico**. São Paulo. Publicado no dia 23 de outubro de 2012.
- CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014.
- ČIHÁK, Martin; PODPIERA, Richard. Is One Watchdog Better Than Three? International Experience With Integrated Financial Sector Supervision. **IMF Working Paper**. 2006.
- DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private Benefits of Control: An International Comparison, **The Journal of Finance**, Vol 59, Issue 2, pp. 537-600, 2004.
- FERRAN, Eilís. Institutional Design: the choices for national systems. **The Oxford Handbook of Financial Regulation**. Edited by Niamh Moloney, Eilís Ferran, and Jennifer Payne. Oxford University Press, Oxford, 2015, pp. 97-128.

FERRAN, Eilís. The Break-up of the Financial Services Authority. *Oxford Journal of Legal Studies*. Autumn 2011, Vol. 31, No. 3, pp. 455-480.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. **The Turner Review**: a regulatory response to the global banking crisis. March 2009.

GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. A Jurisdictional Comparison of the *Twin Peaks* Model of Financial Regulation. *Journal of Banking Regulation*, Vol. 18, No. 2, pp. 103-131, 2017.

GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew. Introduction. **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Edited by Andrew Godwin and Andrew Schmulow. Cambridge University Press, 2021.

GROUP OF TEN. **Report on Consolidation in the Financial Sector**. January 2001.

GROUP OF THIRTY. **The Structure of Financial Supervision**: Approaches and Challenges in a Global Marketplace, 2008.

HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU. **De Larosière Report**. European Commission. 2009. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf.

HM TREASURY. **A New Approach to Financial Regulation**: building a stronger system. February 2011.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Brazil**: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation. July, 2012. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Brazil-2012-Article-IV-Consultation-Staff-Report-Public-Information-Notice-on-the-Executive-26086>.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Brazil: Financial System Stability Assessment**. November, 2018. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/11/30/Brazil-Financial-System-Stability-Assessment-46411>.

MATTOS, Eduardo da Silva. **O que a crise do subprime ensinou ao Direito?** Evidências e lições do modelo concorrencial e regulatório bancário brasileiro. São Paulo: Almedina, 2015.

NENOVA, Tatiana. The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis. *Journal of Financial Economics*. Volume 68, Issue 3, June 2003, pp. 325-251.

OMAROVA, Saule T. One Step Forward, Two Steps Back? The Institutional Structure of U.S. Financial Services Regulation after the Crisis of 2008. **Institutional Structure of Financial Regulation: Theories and International Experiences** (Robin Hui Huang & Dirk Schoenmaker, 2015).

OTTA, Lu Aiko; PIMENTA, Guilherme. “É importante discutir que modelo de regulação queremos para o País, diz Marcos Pinto”. **Valor Econômico**, São Paulo, 5 de agosto de 2024.

PIMENTA, Guilherme; OTTA, Lu Aiko; EXMAN, Fernando; JUBÉ, Andrea; TONET, Caetano. “Fazenda planeja transformar BC e CVM em super-reguladores do mercado”, **Valor Econômico**, São Paulo, 17 de julho de 2024

PINTO, Gustavo Mathias Alves. **Regulação Sistêmica e Prudencial no Setor Bancário Brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2015.

SALAMA, Bruno M.; PRADO, Viviane M. Operações de crédito dentro de grupos financeiros: governança corporativa como complemento à regulação bancária. **Os grupos de sociedades: organização e exercício da empresa**. Danilo Borges dos Santos Gomes de Araújo e Walfrido Jorge Warde Jr. (organizadores). Saraiva: São Paulo, 2012.

SCHOONER, Heidi Mandanis; TAYLOR, Michael. United Kingdom and United States Responses to the Regulatory Challenges of Modern Financial Markets. **Texas International Law Journal**, Vol. 38; pp. 317-345, 2003.

SCHÜLER, Martin. **Integrated Financial Supervision in Germany**. Discussion Paper No. 04-35. Centre for European Economic Research. 2004.

SCOTT, David H. Regulation and Supervision of Financial Conglomerates. The World Bank. **FPD Note No. 36**. March 1995.

STREECK, Wolfgang. **The Crises of Democratic Capitalism**. *New Left Review* 71, September–October 2011.

TAYLOR, Michael W. Regulatory Reform After the Financial Crisis: *Twin Peaks* Revisited. **Institutional Structure of Financial Regulation: Theories and International Experience**. Edited by Robin Hui Huang and Dirk Schoenmaker. London: Routledge, 2015, pp. 9-28.

TAYLOR, Michael W. The Three Episodes of *Twin Peaks*. **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Edited by Andrew Godwin and Andrew Schmulow. Cambridge University Press, 2021.

TAYLOR, Michael W.; FLEMMING, Alex. Integrated Financial Supervision: Lessons of Scandinavian Experience. **Financial & Development**. December 1999, Volume 36, Number 4.

THEDIM, Liane; PIMENTA, Guilherme. “Proposta de super-regulador no mercado de capitais é ‘padrão ouro’, diz Fraga”, **Valor Econômico**, São Paulo, 18 de julho de 2024.

THE DEPARTMENT OF THE TREASURY, Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure, 2008. Disponível em: <https://home.treasury.gov/system/files/136/archive-documents/Blueprint.pdf>.

TRINDADE, Marcelo. *Twin Peaks*. **Valor Econômico**, 23 de julho de 2024.

TRINDADE, Marcelo. Ainda o *Twin Peaks*. **Valor Econômico**, 6 de agosto de 2024.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Elsevier: São Paulo, 2009.

ZWAN, Natascha van der. Financialisation and the Pension System: Lessons from the United States and the Netherlands. **Journal of Modern European History**, 2017, Vol. 15, No. 4, Public Debt and Financialization after 1945, pp. 554-578.