

RESUMO

O presente artigo examina a adequação e a conveniência da adaptação do modelo *Twin Peaks* à estrutura regulatória brasileira. Hoje, a regulação do Sistema Financeiro Nacional lida com a crescente complexidade e interconexão dos mercados financeiros. A permeabilidade entre os diferentes setores (*e.g.*, setores bancário, securitário e de valores mobiliários) e a existência de lacunas regulatórias suscitam reflexões sobre a adequação do modelo baseado em delimitações setoriais.

O estudo parte de uma análise do modelo regulatório atual no Brasil e dos problemas práticos a ele relacionados, com destaque para a sobreposição de competências entre instituições da Administração Direta e Indireta. Em seguida, avalia as lições e limitações da implementação do *Twin Peaks* à luz da experiência australiana, dos desafios de coordenação entre agências reguladoras e do papel do banco central no modelo. Por fim, explora as limitações orçamentárias das agências reguladoras no Brasil e discute como a escassez de recursos financeiros adequados pode oferecer obstáculos à implementação adequada do modelo *Twin Peaks*.

O trabalho conclui que, mesmo em um cenário de escassez de recursos financeiros, as agências reguladoras do Sistema Financeiro Nacional apresentam-se positivamente no cenário da regulação setorial brasileira. Frisa-se que adoção de um modelo *Twin Peaks* não implicaria, automaticamente, *progresso* regulatório. Para obter êxito, deve-se reconhecer os sucessos do sistema atual e estruturar o novo modelo com vistas a solucionar os problemas de sobreposição de competências já verificados no arcabouço regulatório brasileiro, sem importar acriticamente um modelo idealizado em outras jurisdições. Sem clareza na delimitação de competências e recursos financeiros adequados, o *Twin Peaks* pode reproduzir os mesmos problemas que tenta resolver. No entanto, com adaptações precisas, o modelo pode oferecer uma estrutura robusta e adequada para lidar com as pressões de inovação, interconexão e aumento da competição no mercado.

SUMÁRIO

I. Introdução	4
II. Arquitetura regulatória no Brasil: <i>Twin Peaks</i> embrionário?	6
<i>a. Problemas práticos do modelo atual</i>	<i>8</i>
<i>b. Por que Twin Peaks? Os benefícios essenciais</i>	<i>9</i>
III. As lições e limitações do <i>Twin Peaks</i>	11
<i>a. A experiência australiana</i>	<i>11</i>
<i>b. Perspectivas para o Brasil: os desafios de um modelo baseado em objetivos</i>	<i>13</i>
IV. Super-reguladores sem super-poderes: a necessária autonomia financeira da CVM e do BCB	16
V. Conclusão.....	18
BIBLIOGRAFIA	19

DOIS PICOS OU MAR DE MORROS? ARQUITETURA REGULATÓRIA NO BRASIL

I. Introdução

Joseph Schumpeter, em *Capitalismo, Socialismo e Democracia*, descreve o capitalismo como um sistema moldado pelo processo de *destruição criativa*.¹ A inovação tensiona continuamente contra os limites do mercado e, não raro, conduz à superação das estruturas vigentes. No Brasil, esse fenômeno encontra paralelos: a evolução das práticas financeiras testa a adaptabilidade das instituições regulatórias e desafia a eficácia das fronteiras previamente estabelecidas pelo arcabouço jurídico.

A estrutura regulatória brasileira foi erigida com a premissa de delimitações claras entre os diferentes setores do mercado financeiro. O Banco Central do Brasil (BCB) supervisiona as operações de intermediação financeira envolvendo instituições bancárias; a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regula o mercado de valores mobiliários; a Superintendência de Seguros Privados (Susep) supervisiona produtos securitários e de previdência aberta; e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), os produtos de previdência privada.

Fato é que a atividade criativa do mercado pressiona cada vez mais os limites sob os quais o Sistema Financeiro Nacional (SFN) foi desenvolvido. Hoje, bancos recorrem à securitização de ativos de crédito. Contratos derivativos servem, muitas vezes, à mesma função de proteção atribuída aos seguros privados.² Fundos de pensão — regulados pela Previc — recorrem a fundos de investimento para alocarem recursos. A essência econômica passa a transcender os rígidos limites traçados pela ordem jurídica, expondo as fragilidades de uma regulação setorial e estática.

Embora, para um acadêmico, definir as fronteiras exatas das atividades regulatórias possa parecer uma tarefa simples, na prática, a articulação entre os diferentes reguladores pode ser desafiadora. A ausência de uma linha clara de demarcação entre as competências dos órgãos reguladores contribui para a ocorrência de sobreposição de competências e de lacunas regulatórias, em que condutas inadequadas podem passar despercebidas ou, pior, sem supervisão.

Esses desafios não são inéditos. Desde a década de 1970, o crescimento da inovação financeira criou zonas cinzentas que diluíram as fronteiras setoriais. A intensificação da integração entre mercados, a transnacionalização das instituições financeiras e o desenvolvimento das

¹ SCHUMPETER, Joseph A. *Capitalism, socialism, and democracy*. New York: HarperCollins, 2008. p. 83.

² SZTAJN, R. *Futuros e Swaps: uma Visão Jurídica*. São Paulo: Cultural Paulista, 1999. p. 193-195.

tecnologias digitais aceleraram essa tendência, pressionando os reguladores a repensarem a estrutura tradicional de supervisão. À medida que as barreiras entre setores se tornam porosas, surgem questionamentos sobre a eficácia de um modelo baseado em delimitações setoriais.

À vista disso, a especialização setorial parece insuficiente para lidar com a contínua destruição criativa promovida pela inovação financeira. O modelo *Twin Peaks* — ou Dois Picos — surge como uma alternativa que rompe com a lógica setorial ao criar duas esferas de supervisão: uma voltada à regulação prudencial e outra, à regulação de conduta. Essa estrutura baseia-se não em setores, mas em objetivos. Não à toa, o *Twin Peaks* é também conhecido como um modelo de “regulação por objetivos”.³

No Brasil, com estrutura tradicionalmente setorial, surgem rumores de que o Ministério da Fazenda planejava adotar uma estrutura *Twin Peaks*, com a concentração no BCB das funções de supervisão prudencial, enquanto caberia à CVM a regulação de conduta.⁴ As atribuições da Susep e da Previc também poderiam ser repartidas entre os dois picos.

O modelo foi proposto pela primeira vez em meados da década de 1990 no Reino Unido.⁵ Embora não adotado, a princípio, naquele país,⁶ o *Twin Peaks* encontrou terreno fértil mundo afora. Em 1998, a Austrália tornou-se o primeiro país a implementar o modelo, estabelecendo a *Australian Prudential Regulation Authority* (APRA) e a *Australian Securities and Investments Commission* (ASIC) para desempenhar as funções de regulação prudencial e de conduta de mercado, respectivamente. Mais recentemente, a Crise Financeira Global catalisou a difusão do *Twin Peaks* ao desencadear uma reavaliação das estruturas regulatórias em várias partes do mundo.⁷ No caso do Reino Unido, por exemplo, o modelo de regulador único foi objeto de críticas por concentrar-se em medidas reativas e negligenciar a regulação prudencial preventiva.⁸

³ Cf. MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. *Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?* Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) — FGV Direito Rio, Rio de Janeiro, 2018, p. 19.

⁴ FGV IBRE. Uma proposta de ampliar o escopo do BC e da CVM. 19 jul. 2024. Disponível em: [link](#). Acesso em: 06 out. 2024.

⁵ O termo *Twin Peaks* é usualmente atribuído a Michael Taylor. Cf. *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century* (London: Centre for Study of Financial Innovation, 1995) e *Peak Practice: How to Reform the UK's Regulatory System* (London: Centre for Study of Financial Innovation, 1996).

⁶ Naquela época, o Reino Unido adotou um modelo de regulador único, concentrando todas as funções regulatórias na *Financial Services Authority* (FSA), a única agência responsável pela supervisão do setor financeiro no país.

⁷ TAYLOR, Michael W. The Three Episodes of *Twin Peaks*. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. p. 17-31.

⁸ Com a crise, ficou evidente que a FSA havia priorizado a regulação de conduta em detrimento da regulação prudencial, o que resultou na desatenção a sinais importantes do acúmulo de riscos e da tomada excessiva de riscos

Como consequência, e inspirado pela eficácia dos modelos da Austrália e dos Países Baixos — reconhecidos pelo relatório do *Group of Thirty* (G30) de 2008 como exemplares em regulação financeira⁹ — o Reino Unido adotou o *Twin Peaks* em 2013. A reformulação criou a *Prudential Regulation Authority* (PRA) e a *Financial Conduct Authority* (FCA), separando a supervisão prudencial da regulação de conduta.

II. Arquitetura regulatória no Brasil: *Twin Peaks* embrionário?

A estrutura regulatória brasileira foi estruturada com base na separação de diferentes mercados que compõem o SFN. Aflora uma paisagem regulatória semelhante a um vasto mar de morros — uma topografia irregular em que múltiplos picos de autoridade coexistem. Além dos já discutidos BCB, CVM, Susep e Previc, o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf) adiciona uma camada adicional a essa colcha de retalhos regulatória.¹⁰

Contudo, nos últimos anos, parece emergir um movimento rumo a uma paisagem menos dispersa e mais estruturada. A metamorfose regulatória em curso sugere que o BCB e a CVM estão se firmando como os dois grandes picos dessa nova conformação regulatória. Ambos ganham força e proeminência à medida que assumem responsabilidades mais amplas e passam a protagonizar a supervisão do sistema financeiro.

Yazbek (2009, p. 197) já havia antecipado a necessidade de superação da fragmentação institucional para alcançar uma maior eficiência regulatória. Para o autor, o modelo de regulação por objetivos emerge como uma resposta ao reconhecimento das limitações dos modelos tradicionais, alicerçando-se na identificação das falhas de mercado específicas e fornecendo respostas mais precisas a elas.

A aproximação brasileira com a regulação por objetivos foi catalisada, em parte, pela promulgação da Lei nº 10.303/2001. Essa legislação outorgou à CVM o papel de reguladora de setores que, até então, flutuavam em zonas cinzentas, como o mercado de fundos de investimento.

por instituições financeiras, como o *Northern Rock* e o *Royal Bank of Scotland*. Cf. ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; GORDON, Jeffrey N.; MAYER, Colin; PAYNE, Jennifer. *Principles of Financial Regulation*. New York: Oxford University Press, 2016, p. 863-865.

⁹ Cf. GROUP OF 30. *The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*. Washington, DC, 2008. Veja-se também: HILL, J. G.; et al. Why did Australia fare so well in the global financial crisis? In: *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*. Cambridge: Cambridge University Press, 2012. (International Corporate Law and Financial Market Regulation), p. 203-300.

¹⁰ COAF — Conselho de Controle de Atividades Financeiras. *Órgãos Reguladores e Fiscalizadores*. Disponível no [link](#). Acesso em: 06 out. 2024.

Yazbek (2012, p. 94) sugere que essa redistribuição de competências representa um movimento embrionário em direção a um modelo *Twin Peaks*, embora ainda sem uma estrutura consolidada.

Em especial, a expansão da competência da CVM ficou ainda mais evidente pela introdução do conceito de “contrato de investimento coletivo”, incorporado ao ordenamento jurídico brasileiro pela Lei nº 10.303/2001,¹¹ com inspiração no célebre caso norte-americano *SEC v. W. J. Howey Co.* (1946)¹². Tal inovação legislativa foi um marco na expansão da competência da CVM, que, como analisaremos abaixo, passou a alcançar também produtos tipicamente bancários, uma vez que tenham sido objeto de oferta pública.

A estruturação do Coaf também indica um reconhecimento implícito das limitações da regulação setorial e da necessidade de um olhar holístico na regulação financeira. Embora a supervisão de políticas de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e Financiamento do Terrorismo (PLDFT) de instituições sujeitas a regulação setorial permaneça distribuída entre CVM, BCB e Susep,¹³ o fluxo de informações converge para o Coaf, que centraliza as comunicações de operações suspeitas provenientes de todas as instituições, assim como o processamento e análise dessas informações.

Essa aproximação reflete uma adaptação ao que Goodhart *et al.* (1998) identificaram como uma tendência global de superação dos modelos institucionais. Dessa forma, o mar de morros gradualmente se transforma em um relevo de dois picos.

A abordagem setorial demonstra fragilidades em um cenário em que, de um lado, instituições financeiras expandem as atividades para oferecer uma ampla gama de produtos e serviços; e, de outro, empresas não financeiras passam a se envolver em riscos tipicamente bancários, como alavancagem e transformação de liquidez. Não por outra razão, relatório

¹¹ “Artigo 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...) IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

¹² No caso, a Suprema Corte dos Estados Unidos estabeleceu um teste para determinar o que constitui um “*investment contract*”, ou contrato de investimento. De acordo com esse teste — conhecido como *Howey Test* — um contrato de investimento é caracterizado pela presença de quatro elementos: (i) investimento em dinheiro; (ii) expectativa de lucros advinda do investimento; (iii) empreendimento comum; e (iv) esforços de terceiros, que são determinantes para o sucesso do empreendimento. Cf. CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 75-76 As autoras argumentam que, ao adotar os critérios estabelecidos pelo *Howey Test*, a CVM incorporou uma visão mais ampla de contratos de investimento, incluindo uma gama diversificada de instrumentos financeiros que, sob a legislação anterior, poderiam ter ficado à margem da supervisão regulatória.

¹³ Cf. Circular BCB 3.978/2020; Circular BCB 4.001/2020; Circular SUSEP 612/2020; Resolução CNSP 393/2020; Resolução COAF 36/2021; Resolução COAF 40/2021; Resolução CVM 50/2021.

produzido pelo G30 identifica que a regulação institucional é baseada em “um modelo de negócios que, em grande parte, não mais existe. Muitas grandes instituições financeiras estão envolvidas em uma ampla variedade de produtos e serviços, em vez das atividades monolíticas do passado.”¹⁴

a. Problemas práticos do modelo atual

Sobressai ao observador atento a sobreposição de competências no sistema regulatório brasileiro. Exemplo emblemático disso é o Processo CVM nº RJ 2007/11.593, no qual a CVM, ao firmar posição sobre as CCBs, ampliou o escopo de supervisão para os produtos bancários, caracterizando-os como valores mobiliários quando ofertados publicamente. Em voto, o diretor Marcos Pinto afirma que as CCBs assumem a natureza de valores mobiliários na ausência da responsabilidade do banco endossante, o que transfere o risco diretamente ao investidor.

Apesar das críticas levantadas — afinal, as CCBs, sendo produtos tipicamente bancários e geralmente negociados com a garantia da instituição, tradicionalmente não se enquadrariam como valores mobiliários¹⁵ —, a decisão reforça o papel da CVM como reguladora de condutas e ilustra a aproximação com uma regulação por objetivos.¹⁶

Em matéria de PLDFT, CVM, BCB, Coaf e Susep normatizam e fiscalizam de forma segregada, como já mencionado. Embora as comunicações de operações suspeitas sejam concentradas no Coaf, como mencionado, cada uma das demais autarquias estabelece regras próprias para estruturação de políticas, procedimentos e controles internos. Desse modo, há instituições sujeitas à fiscalização de mais de uma autarquia, como distribuidoras e corretoras de títulos e valores mobiliários, o que invariavelmente culmina na sobreposição regulatória.

Outro exemplo de sobreposição ocorreu em um precedente recente do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Nele, discutiu-se até que ponto a CVM não estaria invadindo competência da Previc e do Tribunal de Contas da União ao fiscalizar o

¹⁴ Tradução livre. No original: “*The Institutional Approach is based on a business model that, to a large extent, no longer exists. Many large financial firms are involved in a cross-section of products and services rather than in the monoline activities of the past. Indeed, they tend to operate along business lines without regard to legal status of the entities in which the activity is technically situated or recorded for regulatory purposes.*” GROUP OF 30. *The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*. 2008. p. 34.

¹⁵ Cf., para uma análise detalhada, Yazbek (2016, p. 182 e ss.).

¹⁶ Cf. “[A] competência da CVM se estendeu além do campo que antes lhe era estritamente designado, o mercado de capitais, levando a autarquia, cada vez mais, a assemelhar-se a uma reguladora especializada em condutas de mercado.” YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 230.

administrador de fundos de investimento quando há descumprimento dos limites de alocação por fundos de pensão, conforme regra editada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).¹⁷

b. Por que *Twin Peaks*? Os benefícios essenciais

Nenhuma abordagem regulatória é intrinsecamente perfeita; a eficácia de um sistema regulatório depende fundamentalmente da competência e dos recursos disponíveis aos reguladores que o implementam. Sem reguladores aptos, mesmo a arquitetura mais sofisticada torna-se ineficaz. O modelo *Twin Peaks* cria condições que potencializam a atuação de reguladores qualificados, permitindo-lhes operar de maneira mais eficiente diante da crescente complexidade dos mercados financeiros.

Primeiramente, parte da literatura argumenta que uma das principais vantagens do modelo *Twin Peaks* é a clara definição dos objetivos regulatórios, o que, teoricamente, proporciona maior precisão na atuação de cada órgão e evita sobreposições de competências.¹⁸ Embora a delimitação precisa desses objetivos possa ser objeto de debate — como será discutido adiante —, a separação das funções de supervisão prudencial e de conduta de mercado poderia diminuir a sobreposição regulatória ao permitir que cada regulador se concentre em suas responsabilidades específicas.¹⁹

Além disso, o *Twin Peaks* destaca-se pela flexibilidade na regulação de produtos e serviços financeiros, de modo a possibilitar respostas mais ágeis e abrangentes às mudanças do mercado. O surgimento de *fintechs*, plataformas de *peer-to-peer lending*, *crowdfunding* e outros produtos

¹⁷ Diz o voto do relator: “Entendo que, no presente caso, a CVM se utiliza da natureza aberta do instituto do dever de diligência para exercer função fiscalizadora que não lhe compete — a supervisão dos limites de concentração de investimentos aplicáveis a RPPS. [...] no presente caso, a área técnica da CVM requer a punição do administrador fiduciário por, em tese, ter permitido que o RPPS descumprisse uma regra de alocação de recursos — a Resolução CMN nº 3.922/10 — que era direcionada ao gestor do RPPS, cujo regime jurídico próprio (do RPPS) não está sob a competência fiscalizadora da CVM. Não há como não reconhecer, no caso, que a CVM confere tratamento diferenciado aos investidores RPPS, desconsiderando que o desenho institucional da autarquia não lhe permite conferir tratamento especial visando à proteção dos RPPS e dos fundos de pensão, muito embora inegável a sua importância pública — a lei apenas atribuiu tal dever a outras instâncias que não a CVM.” Cf. MINISTÉRIO DA FAZENDA. Processo CRSFN nº 10372.100089/2022-52. Relator: Pedro Frade de Andrade. Disponível em: [link](#). Acesso em: 10 out. 2024.

¹⁸ Veja-se, e.g., GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Financial Crisis Management Under the Twin Peaks Model of Financial Regulation — Australia and the UK Compared. In: CASH, D.; GODDARD, R. (Eds.). *Regulation and the Global Financial Crisis: Impact, Regulatory Responses, and Beyond*. London: Routledge, 2020. p. 61-84; e MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. *Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?* Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) — FGV Direito Rio, Rio de Janeiro, 2018, p. 47.

¹⁹ Cf. ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; GORDON, Jeffrey N.; MAYER, Colin; PAYNE, Jennifer. *Principles of Financial Regulation*. New York: Oxford University Press, 2016, pp. 868-869.

inovadores desafia as abordagens regulatórias tradicionais, frequentemente baseadas em tipos institucionais específicos.

Em um ambiente financeiro em destruição criativa — caracterizado por novos serviços e produtos financeiros e pelos riscos deles decorrentes —, os reguladores devem ser capazes de ajustar as estratégias para garantir a estabilidade financeira e proteger o mercado. O *Twin Peaks* oferece aos reguladores flexibilidade para responder à erosão das fronteiras entre mercados de capitais, bancário e de seguros. Afinal, o modelo se concentra na natureza dos produtos e serviços oferecidos, em vez de limitar-se ao tipo institucional. Isso, possivelmente, facilita a supervisão adequada de novos atores no sistema financeiro.²⁰

Adicionalmente, a adoção do *Twin Peaks* reduz o risco de arbitragem regulatória, isto é, de seleção do regime regulatório mais favorável. Isso é positivo porque a arbitragem regulatória pode colocar em risco determinados agentes e reduzir a supervisão sobre práticas que deveriam estar sujeitas a um acompanhamento rigoroso, como afirma Yazbek (2009, p. 134).

Por fim, o *Twin Peaks* oferece uma perspectiva para aprimorar a supervisão prudencial em setores cujos riscos ainda não são completamente compreendidos, como o mercado de crédito privado, regulado majoritariamente pela CVM. Esse segmento, impulsionado pelos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) e outras formas de dívida privada, tem crescido de forma acelerada e pouco transparente. De 2020 a 2024, o número de FIDCs no Brasil aumentou 106%, enquanto seu patrimônio líquido cresceu 179%, segundo dados da ANBIMA.²¹

Um relatório produzido pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) indica que os fundos de crédito privado, apesar da estrutura desenhada para mitigar riscos de liquidez e transformação de maturidade, enfrentam desafios que colocam em xeque a capacidade de sustentar pressões de liquidez em tempos de crise.²² Em especial, a recente proliferação de estruturas semilíquidas, que

²⁰ Por exemplo, na Austrália, a APRA licencia a captação de depósitos independentemente da natureza institucional, reduzindo a possibilidade de que entidades escapem da regulação explorando lacunas. Essa abordagem permite que novos produtos e serviços sejam regulados de forma integrada, sem a necessidade de criar regras específicas para cada inovação. Cf. CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Eds.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021, p. 47.

²¹ ANBIMA. Vai Fundo: O que esperar dos FIDCs no atual cenário de crédito? 18 jun. 2024. Disponível no [link](#). Acesso em: 10 out. 2024.

²² Fundo Monetário Internacional. *Global Financial Stability Report: The Rise and Risks of Private Credit*. Washington, DC: International Monetary Fund, 16 abr. 2024. Cap. 2. Autores: Fabio Cortes, Mohamed Diaby, Caio Ferreira, Nila Khanolkar, Harrison Samuel Kraus, Benjamin Mosk, Natalia Novikova, Nobuyasu Sugimoto e Dmitry Yakovlev

oferecem janelas de resgate, representa um ponto de vulnerabilidade; tais arranjos, embora desenhados para fornecer flexibilidade, ainda não foram testados em cenários de corrida por resgates, o que expõe o setor a riscos desconhecidos.

Paralelamente, a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) adverte que a dependência de facilidades de crédito para empresas cria uma alavancagem oculta, que, ao colidir contra o risco de corrida repentina por liquidez, pode desencadear uma espiral negativa, de modo a comprometer a solvência dos fundos e a confiança no mercado de crédito privado.²³

A recente abertura dos FIDCs ao investidor de varejo, impulsionada pela Resolução CVM nº 175, aprofunda a preocupação com a eventual exposição de pequenos investidores a um mercado tradicionalmente reservado a investidores qualificados e profissionais, caracterizado por produtos complexos e de difícil precificação. Em última análise, a confluência de ativos de baixa liquidez, pressão por rentabilidade imediata e alavancagem latente no setor de crédito privado exigem uma abordagem regulatória que vá além da supervisão de conduta, sendo essencial, também, o olhar prudencial, a fim de que se previna disfunções que possam comprometer a estabilidade financeira.

III. As lições e limitações do *Twin Peaks*

a. A experiência australiana

A implementação do *Twin Peaks* na Austrália²⁴ é frequentemente celebrada como um fator que ajudou o país a resistir aos impactos da Crise de 2008. No entanto, se, por um lado, o modelo trouxe avanços na supervisão financeira, por outro, revelou limitações na distinção das fronteiras entre as esferas de atuação das agências reguladoras. Três episódios trouxeram à tona a fragilidade dos mecanismos de compartilhamento de informações entre os dois picos, bem como a possibilidade de lacunas regulatórias que podem comprometer a eficácia do modelo.

A primeira grande prova para o modelo foi a falência da *HIH Insurance*, uma das principais seguradoras da Austrália, durante a transição para o *Twin Peaks*. O caso revelou falhas significativas na supervisão prudencial realizada pela APRA, bem como as dificuldades de

²³ International Organization of Securities Commissions. *Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance, Relatório Final*. Setembro de 2023.

²⁴ A adoção do *Twin Peaks* nos Países Baixos no final dos anos 1990 não evitou que o país enfrentasse grandes perdas durante a crise de 2008. Cf. KREMERS, J.; SCHOENMAKER, D. *Twin Peaks: Experiences in the Netherlands*. *LSE Financial Markets Group Special Paper*, n. 196, 2010, p. 7 e ss.

integração de múltiplas agências em uma nova estrutura. O processo de transição foi marcado por uma combinação de deficiências na identificação de riscos sistêmicos e na aplicação de padrões prudenciais adequados, além da perda de funcionários experientes, resultando em uma lacuna de memória institucional e de capacidade técnica.²⁵

Além disso, a investigação subsequente ao colapso da HIH apontou atritos na comunicação entre a APRA e a ASIC. A ausência de protocolos eficazes para a troca de informações permitiu que problemas internos na seguradora passassem despercebidos por um período prolongado. O episódio evidenciou que, mesmo sendo o concebido para reduzir entraves burocráticos, o modelo *Twin Peaks* não está imune a problemas resultantes da falta de coordenação entre agências.²⁶

Anos depois, no caso da *Trio Capital*, houve falhas na estrutura de informação e coordenação entre a APRA e a ASIC. A *Trio Capital*, um fundo de previdência privada, entrou em colapso em 2009 devido a incidentes de administração fraudulenta. A principal crítica à ASIC foi a falta de compartilhamento de informações com a APRA. Novamente, a investigação concluiu que a má comunicação e coordenação impediu a APRA de responder rapidamente às dificuldades enfrentadas pela *Trio Capital*. O colapso serviu como mais um alerta para a necessidade de fortalecimento da coordenação entre APRA e ASIC.

Além da necessidade de coordenação, os limites de competência entre os reguladores nem sempre são claros. No caso da *Agribusiness MIS*, a divisão de competências foi desafiada quando a MIS, embora fora do escopo prudencial da APRA, foi investigada por operar um esquema de pirâmide. A ASIC, que regula conduta e não impõe regras de capital, foi instada a estabelecer um capital mínimo para proteger investidores. Concluiu-se que, apesar de a regulação de capital ser atípica para a ASIC, era necessária para a proteção de investidores. O episódio evidencia, no entanto, a fragilidade da delimitação de funções.²⁷

²⁵ Cf. “Two particular lessons that emerged from the failure of HIH were linked to the establishment of *Twin Peaks*: the first was the level of management distraction that can occur during a period of institutional change; the second was the potential loss of critical skills and institutional memory during change. While neither of these is unique to *Twin Peaks*, the extent of change involved with a move to *Twin Peaks* is likely to amplify both.” Cf. CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under *Twin Peaks*. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Eds.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021, p. 38.

²⁶ Cf. GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian; SCHMULOW, Andrew. *Twin Peaks in Australia: The Never-Ending Trek?* In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021, p. 76.

²⁷ MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. *Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?* Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) — FGV Direito Rio, Rio de Janeiro, 2018, p. 92.

b. Perspectivas para o Brasil: os desafios de um modelo baseado em objetivos

Uma das principais dificuldades do *Twin Peaks* é a distinção nem sempre nítida entre a regulação prudencial e a regulação de conduta. Como na experiência australiana, essas áreas frequentemente se sobrepõem e tornam complexa a divisão clara de responsabilidades.

O *Twin Peaks* também pode resultar em sobrecarga para as instituições supervisionadas. Entidades sujeitas a dois reguladores distintos enfrentam a necessidade de cumprir com conjuntos separados de regras e procedimentos, o que pode aumentar os custos operacionais e burocráticos, possivelmente impondo barreiras à entrada de novos *players*.²⁸

Além disso, a Crise trouxe à tona a importância da regulação macroprudencial ou sistêmica — que visa a assegurar a estabilidade do sistema e prevenir falhas correlacionadas entre instituições.²⁹ Armour *et al.* afirmam que a regulação microprudencial, baseada na premissa de que a solidez do sistema deriva da solidez das instituições individualmente, não é senão uma consequência da divisão paroquial do mercado entre “bancos, mercados e seguros”.³⁰ A Crise demonstrou a limitação desse enfoque e a necessidade de se olhar para o sistema como um todo.

O debate sobre ferramentas de regulação macroprudencial levanta a questão de quem deve ser o responsável por elas.³¹ O banco central, como guardião da liquidez e *lender of last resort*, está naturalmente na linha de frente da prevenção e mitigação de riscos sistêmicos. É saudável, no entanto, que banco central, cumule as funções de supervisão micro e macroprudencial e administração da política monetária? A discussão ganhou força após a Crise de 2008.³² A análise

²⁸ Relatórios oficiais produzidos em 2013 indicaram que, com a adoção do *Twin Peaks* no Reino Unido, aproximadamente 2.000 empresas ficariam sujeitas a uma dupla regulação e, portanto, a dois sistemas regulatórios distintos. Cf. FINANCIAL STABILITY BOARD. *Peer Review of the United Kingdom (Report, 2013)*. 10 set. 2013. Disponível no [link](#). Acesso em: 5 out. 2024. pp. 7-8.

²⁹ Autores como Borio (2003, p. 2) e Herring e Litan (1995, p. 154) destacam a importância de distinguir entre as abordagens macro e microprudencial. A regulação macroprudencial, também chamada de sistêmica (YAZBEK, 2009, p. 193), reconhece que a soma de instituições financeiras estáveis não necessariamente resulta em um sistema financeiro estável. A regulação deve considerar não apenas a perspectiva individual das instituições, mas também os riscos que emergem das interações sistêmicas.

³⁰ ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; GORDON, Jeffrey N.; MAYER, Colin; PAYNE, Jennifer. *Principles of Financial Regulation*. New York: Oxford University Press, 2016, p. 409-412.

³¹ Cf. MASCIANDARO, D. Back to the Future? Central Banks as Prudential Supervisors in the Aftermath of the Crisis. *European Company and Financial Law Review*, v. 12, n. 2, p. 112-130, 2012; e HELLWIG, M. F. Financial Stability, Monetary Policy, Banking Supervision, and Central Banking. *MPI Collective Goods Preprint*, n. 2014/9, 2016.

³² Cf. CECCHETTI, Stephen G.; LAMFALUSSY, Alexandre; CARUANA, Jaime; CARNEY, Mark J.; CROCKETT, Andrew; PAPADEMOS, Lucas; SUBBARAO, Duvvuri. The Future of Central Banking Under Post-Crisis Mandates. *BIS Paper*, n. 55, 1 jan. 2011.

da interação entre políticas monetária e de supervisão permite distinguir argumentos favoráveis e contrários a concentrar as funções no banco central.

Por um lado, argumenta-se que haveria uma sobreposição das ferramentas de regulação prudencial com as funções de política monetária exercidas pelo banco central. Exemplos como os *buffers* de capital contracíclico, que operam em conjunto com as taxas de juros para moderar o ciclo de crédito, reforçam essa perspectiva.³³ Ao unificar esses instrumentos na autoridade monetária, há quem veja uma oportunidade para obter uma visão integrada das dinâmicas financeiras, como é o caso do modelo brasileiro e do modelo britânico, em que o *Bank of England* acumula funções de supervisão prudencial e política monetária.³⁴

Por outro lado, tal abordagem também gera fragilidades. Llewellyn alerta que a responsabilidade por supervisionar instituições individuais pode influenciar decisões de política monetária, possivelmente em detrimento de outros objetivos macroeconômicos.³⁵

Masciandaro e Romelli (2017) complementam a crítica ao destacar que a cumulação de funções cria espaço para *moral hazard*, incerteza, prejuízos reputacionais e captura regulatória, o que pode comprometer a eficácia das políticas de supervisão. Por exemplo, quando o banco central exerce a supervisão microprudencial, a literatura aponta o risco de as instituições financeiras se comportarem de maneira arriscada, confiantes em um eventual *bailout*.³⁶ Além disso, a atuação discricionária do banco central em momentos de estresse pode aumentar a volatilidade e a incerteza no mercado. A coexistência dessas funções também gera conflitos de interesse, pois o banco central pode hesitar em tomar decisões de política monetária duras, caso isso afete negativamente as instituições que supervisiona, o que, por sua vez, prejudica a credibilidade e reputação.

Vale, no entanto, ressaltar que a criação de duas agências para gerir duas facetas da regulação prudencial é também problemática. Isso, porque, quando um banco central assume a responsabilidade pela supervisão macroprudencial, surge a necessidade de coordenação próxima

³³ Cf. TAYLOR, Michael W. The Three Episodes of Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. p. 29.

³⁴ A PRA opera como um comitê do *Bank of England*. Cf. GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Twin Peaks, Macroprudential Regulation and Systemic Financial Stability. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. p. 347-364.

³⁵ LLEWELLYN, D. Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Rules. In: *World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs*, Washington, DC, 6 e 7 jun. 2006, p. 29.

³⁶ Cf. MASCIANDARO, D.; ROMELLI, D. Twin Peaks and Central Banks: Economics, Political Economy and Comparative Analysis. *BAFFI CAREFIN Centre Research Paper*, n. 2017-68, dez. 2017.

com a entidade responsável pela supervisão microprudencial — especialmente se esta for uma agência independente. Com duas agências distintas, o desafio está na sobreposição entre as duas esferas. Embora o banco central tenha diversas ferramentas para manejar riscos sistêmicos por meio de políticas, precisa também de acesso constante a dados e informações sobre a saúde financeira das instituições individuais, o que depende diretamente da supervisão microprudencial.

No Brasil, é esperado que a eventual adoção de um modelo *Twin Peaks* mantenha a cumulação de funções hoje vista no BCB. Do ponto de vista prudencial, desde a reforma do sistema bancário da década de 90, o BCB atuou de forma conservadora, reduzindo o espaço para tomada excessiva de riscos por instituições financeiras. Tal modo de atuação teve como um dos resultados a concentração do mercado bancário em poucos grupos, seguindo a hipótese da literatura econômica de que, no mercado bancário, há um *tradeoff* entre concentração e estabilidade.³⁷ Notamos, por exemplo, que, nos últimos anos, o mercado não conheceu grandes quebras que ameaçassem a estabilidade do todo.

Hoje, o BCB passa por um processo de liberalização do mercado. Novas categorias de instituição financeira, como a Sociedade de Crédito Direto (SCD) e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP), são introduzidas.³⁸ Bancos digitais se tornam *players* de extrema relevância. O Decreto Federal nº 10.029/2019 passa a automaticamente reconhecer como de interesse do Governo brasileiro a atuação no país de instituições estrangeiras que atendam aos requisitos fixados pelo CMN e pelo BCB.³⁹ Instrumentos como o derivativo de crédito — considerados como protagonistas da Crise de 2008 — passam por uma reformulação, com vistas à ampliação do uso no mercado brasileiro.⁴⁰

No cenário atual da regulação bancária brasileira, sem grandes sobressaltos no que se refere à ocorrência de crises sistêmicas, falar em cumulação das funções de supervisor bancário e autoridade monetária pode se mostrar uma discussão desnecessária. À medida, no entanto, que a

³⁷ TABAK, Benjamin Miranda; GUERRA, Solange Maria; LIMA, Eduardo José Araújo; CHANG, Eui Jung. The stability-concentration relationship in the Brazilian banking system. *Working Papers Series*, n. 145. Brasília: Central Bank of Brazil, Research Department, 2007.

³⁸ Cf. Resolução CMN nº 4.656, de 26 de abril de 2018.

³⁹ O artigo 52 do ADCT impunha vedações à instalação no país de agências de instituições financeiras domiciliadas no exterior, assim como o aumento de capital por estrangeiros em instituições financeiras com sede no Brasil. Tal vedação poderia ser superada por meio de Decreto Federal em que se reconhecesse o interesse do Governo brasileiro no investimento de determinada instituição. Hoje, com a edição do Decreto Federal nº 10.029/2019, o que antes era um juízo discricionário do Governo brasileiro passa, muito mais, a se assemelhar a um ato administrativo vinculado de competência do CMN e do BCB.

⁴⁰ Cf. Resolução CMN nº 5.070, de 26 de outubro de 2023.

competição aumenta e as ferramentas oferecidas ao mercado se diversificam, haverá intensificação, também, da complexidade de regular, o que poderá expor as fragilidades na cumulação de funções pelo BCB.

IV. Super-reguladores sem super-poderes: a necessária autonomia financeira da CVM e do BCB

Anteriormente, ressaltamos que o êxito do *Twin Peaks* depende não apenas da sofisticação do modelo, mas de recursos humanos e financeiros adequados — o que, no Brasil, é um problema crítico e recorrente. Em nossa opinião, o maior desafio à concretização do modelo é extrínseco a ele: a escassez de recursos que limita a eficácia dos reguladores. A sofisticação da arquitetura regulatória não tem valor prático se não houver recursos suficientes para a execução dela. A dependência de dotações orçamentárias e a constante restrição de verbas são uma realidade que sufoca a atuação do regulador e resulta em uma supervisão deficitária.

A CVM é exemplo claro de escassez. Embora a reforma Lei nº 10.411/2002 tenha, em teoria, garantido à CVM autonomia financeira e orçamentária, na prática, essa garantia é constantemente minada. A dependência de dotações orçamentárias do Poder Executivo Federal restringe a capacidade de supervisão eficaz e limita o planejamento estratégico de longo prazo.

Mais preocupante ainda é o fato de que a maior parte da receita gerada pela CVM é destinada ao Tesouro Nacional. Em nota divulgada em fevereiro de 2024, a CVM destacou que, embora a arrecadação com taxas de fiscalização ultrapasse R\$ 1 bilhão, esse montante não é revertido à própria autarquia, que continua operando com um orçamento limitado, inferior a R\$ 330 milhões anuais.⁴¹ Esse cenário restringe severamente a capacidade da CVM de cumprir o mandato com eficiência, refletindo-se, por exemplo, na dificuldade em reter profissionais qualificados⁴² e no comprometimento da rapidez da resposta regulatória.

No outro pico, o BCB também depende de repasses da União. A Proposta de Emenda Constitucional (PEC) 65/2023 busca desvincular o orçamento do Banco Central dos repasses

⁴¹ Cf. CVM. *Nota pública do Colegiado da CVM em apoio às reivindicações dos servidores da autarquia*. 26 fev. 2024. Disponível no [link](#). Acesso em: 4 out. 2024.

⁴² O Sindicato Nacional dos Servidores da CVM denunciou os baixos salários e alertou sobre o “crescente risco do descolamento salarial entre as carreiras do Sistema Financeiro Nacional”. Esses problemas afetam diretamente a capacidade da CVM de atrair e reter profissionais qualificados, essenciais para a supervisão efetiva do mercado. Cf. SINDCVM. SINDCVM entrega manifesto pela valorização dos servidores ao colegiado da autarquia; reunião é suspensa. 21 fev. 2024. Disponível no [link](#). Acesso em: 4 out. 2024.

federais, permitindo o uso, pela autarquia, das receitas de senhoriagem para financiamento de despesas. Argumenta-se que tal modelo, que não dispensaria a possibilidade de aportes emergenciais do Tesouro Nacional, estaria alinhado com o padrão internacional de financiamento de bancos centrais.⁴³⁻⁴⁴

No modelo *Twin Peaks* australiano, tanto a APRA quanto a ASIC são autossuficientes financeiramente, cobrando taxas das entidades supervisionadas por cada serviço prestado.⁴⁵ Esse modelo de financiamento assegura independência orçamentária a ambas as agências, permitindo uma supervisão do sistema financeiro sem interferência governamental direta. O mesmo ocorre no Reino Unido, em que a PRA e a FCA são financiadas por taxas cobradas das entidades reguladas.

A dissociação entre o financiamento dos reguladores e o governo é fundamental para evitar interferências indesejadas e garantir a autossuficiência das autoridades regulatórias.⁴⁶

No Brasil, a limitação orçamentária não apenas restringe a capacidade do regulador de planejar atividades de forma eficaz, como também inviabiliza a contratação de pessoal qualificado e o investimento em infraestrutura e tecnologia essenciais para a fiscalização de um mercado cada vez mais complexo. A falta de recursos transforma em retórica vazia qualquer discussão sobre transformar a CVM e o BCB em “*super-reguladores*”⁴⁷.

Sem os recursos humanos e financeiros adequados, o poder regulatório se limita a intenções, incapazes de serem postas em prática de forma eficaz. A autonomia financeira é o alicerce de um sistema regulatório robusto. Sem ela, o regulador se torna incapaz de dar tratamento adequado às complexidades do mercado e de prevenir os riscos intrínsecos ao seu dinamismo.

⁴³ Cf. UNSAL, D. Filiz; PAPAGEORGIOU, Chris. *Monetary Policy Frameworks: An Index and New Evidence*. IMF Working Paper, 7 nov. 2023. Disponível no [link](#). Acesso em: 6 out. 2024.

⁴⁴ SENADO FEDERAL. Justificação da PEC 65/2023. Disponível no [link](#). Acesso em: 06 out. 2024.

⁴⁵ Cf. “[T]he regulatory agencies should charge each financial entity for direct services provided, and levy sectors of industry to meet the general costs of their regulation” (WALLIS REPORT. *Overview*. 1997. p. 37). Apesar desse posicionamento, antes de 2017, a ASIC era financiada com fundos governamentais. Reconheceu-se que esse modelo apresentava limitações e ineficiências e foi feita a transição para um modelo de financiamento baseado no princípio de “usuário pagador”, que refletia de forma mais justa os custos envolvidos na regulação. Cf. GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian; SCHMULOW, Andrew. *Twin Peaks in Australia: The Never-Ending Trek?* In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021, p. 81.

⁴⁶ Essa abordagem, porém, não está livre de riscos, especialmente durante crises, quando o próprio setor regulado pode enfrentar dificuldades econômicas, comprometendo o financiamento dos órgãos de supervisão.

⁴⁷ VALOR ECONÔMICO. Fazenda planeja transformar BC e CVM em super reguladores do mercado. 17 jul. 2024. Disponível no [link](#). Acesso em: 4 out. 2024.

V. Conclusão

Um dos princípios basilares da contabilidade é o da primazia da essência econômica sobre a forma jurídica. Nas palavras do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, em muitas circunstâncias, a essência do fenômeno econômico e de sua forma jurídica serão as mesmas. Em outras, a forma jurídica não representará fidedignamente o fenômeno econômico.⁴⁸

No caso do SFN, a regulação setorial construída sobre formas jurídicas bem definidas parece ter se tornado insuficiente para refletir — e disciplinar — o dinamismo do fluxo econômico e a criatividade dos agentes de mercado. Em um mundo em destruição criativa, é necessário que os reguladores ajam em uníssono para abarcar os processos inovativos.

Ao considerar a regulação setorial brasileira, não há dúvidas de que a CVM e BCB fazem um trabalho de excelência, mesmo na escassez de recursos financeiros. O BCB opera para elevar o Brasil a uma referência global em infraestrutura de pagamentos e garantir a estabilidade financeira. Não à toa, após a reforma do sistema bancário no Plano Real, houve colapsos significativos, como o do Banco Santos e do Banco Cruzeiro do Sul, que, no entanto, não representaram ameaça ao sistema.

Não há certeza, ainda, sobre de que forma ocorreria a adoção bem-sucedida de um modelo *Twin Peaks* no Brasil. Temos certeza, no entanto, sobre de que forma isso não ocorreria: com a implementação acrítica de um modelo idealizado no exterior. Por isso, a concretização exitosa de uma regulação por objetivos passa por reconhecer os méritos do sistema atual e refletir com cautela sobre o que deixou de funcionar.

O modelo setorial funcionou brilhantemente por muito tempo, e, mesmo hoje, não deixa de entregar bons resultados. O direito, no entanto, continua em evolução, mesmo que a lei permaneça estática. Está na essência do Estado Regulador a ideia de que o mercado anda rápido, e na mesma rapidez deve andar o regulador. A discussão sobre a adoção do modelo *Twin Peaks* não nega o sucesso do que já foi feito — apenas reconhece que o mundo mudou, e talvez possamos fazer melhor do que estamos fazendo.

⁴⁸ COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. *Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2)*, item 2.12. Disponível no [link](#). Acesso em: 06 out. 2024.

BIBLIOGRAFIA

ANBIMA. Vai Fundo: O que esperar dos FIDCs no atual cenário de crédito? 18 jun. 2024. Disponível no [link](#). Acesso em: 10 out. 2024.

ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; GORDON, Jeffrey N.; MAYER, Colin; PAYNE, Jennifer. *Principles of Financial Regulation*. New York: Oxford University Press, 2016.

BORIO, Claudio. Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? *BIS Working Papers*, n. 128. Basel: Bank for International Settlements, 2003.

BRASIL. COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. *Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2)*, item 2.12. Disponível no [link](#). Acesso em: 06 out. 2024.

CECCHETTI, Stephen G.; LAMFALUSSY, Alexandre; CARUANA, Jaime; CARNEY, Mark J.; CROCKETT, Andrew; PAPADEMOS, Lucas; SUBBARAO, Duvvuri. The Future of Central Banking Under Post-Crisis Mandates. *BIS Paper*, n. 55, 1 jan. 2011.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FGV IBRE. Uma proposta de ampliar o escopo do BC e da CVM. 19 jul. 2024. Disponível no [link](#). Acesso em: 06 out. 2024.

FINANCIAL STABILITY BOARD. *Peer Review of the United Kingdom (Report, 2013)*. 10 set. 2013. Disponível no [link](#) Acesso em: 05 out. 2024.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Global Financial Stability Report: The Rise and Risks of Private Credit*. Washington, DC: International Monetary Fund, 16 abr. 2024. Cap. 2. Autores: Fabio Cortes, Mohamed Diaby, Caio Ferreira, Nila Khanolkar, Harrison Samuel Kraus, Benjamin Mosk, Natalia Novikova, Nobuyasu Sugimoto e Dmitry Yakovlev.

GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Financial Crisis Management Under the Twin Peaks Model of Financial Regulation — Australia and the UK Compared. In: CASH, D.; GODDARD, R. (Eds.). *Regulation and the Global Financial Crisis: Impact, Regulatory Responses, and Beyond*. London: Routledge, 2020.

_____ ; SCHMULOW, Andrew (Ed.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

GOODHART, Charles A. E.; HARTMANN, Philipp; LLEWELLYN, David; ROJAS-SUAREZ, Liliana; WEISBROD, Steven. *Financial Regulation: Why, How and Where Now?* London: Routledge, 1998.

HERRING, Richard J.; LITAN, Robert E. *Financial Regulation in the Global Economy*. Washington, DC: The Brookings Institution, 1995.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance, Relatório Final*. set. 2023.

KREMERS, J.; SCHOENMAKER, D. Twin Peaks: Experiences in the Netherlands. *LSE Financial Markets Group Special Paper*, n. 196, 2010.

LLEWELLYN, D. Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Rules. In: *World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs*, Washington, DC, 6 e 7 jun. 2006.

MASCIANDARO, Donato; PANSINI, Rosaria Vega; QUINTYN, Marc. The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter? *IMF Working Paper*, n. 11/261, 2011. p. 21.

_____ ; ROMELLI, D. Twin Peaks and Central Banks: Economics, Political Economy and Comparative Analysis. *BAFFI CAREFIN Centre Research Paper*, n. 2017-68, dez. 2017.

MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. *Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?* Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) — FGV Direito Rio, Rio de Janeiro, 2018.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Processo CRSFN nº 10372.100089/2022-52. Relator: Pedro Frade de Andrade. Disponível no [link](#). Acesso em: 10 out. 2024.

SCHUMPETER, Joseph A. *Capitalism, socialism, and democracy*. New York: HarperCollins, 2008.

SZTAJN, R. *Futuros e Swaps: uma Visão Jurídica*. São Paulo: Cultural Paulista, 1999.

TABAK, Benjamin Miranda; GUERRA, Solange Maria; LIMA, Eduardo José Araújo; CHANG, Eui Jung. The stability-concentration relationship in the Brazilian banking system. *Working Papers Series*, n. 145. Brasília: Central Bank of Brazil, Research Department, 2007.

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. Regulação e auto-regulação no Brasil e a crise internacional, 2009.

UNSAI, D. Filiz; PAPAGEORGIOU, Chris. *Monetary Policy Frameworks: An Index and New Evidence*. *IMF Working Paper*, 7 nov. 2023. Disponível no [link](#). Acesso em: 6 out. 2024.

VALOR ECONÔMICO. Fazenda planeja transformar BC e CVM em super reguladores do mercado. 17 jul. 2024. Disponível no [link](#). Acesso em: 04 out. 2024.

WALLIS REPORT. *Overview*. 1997.

YAZBEK, Otavio. Crise financeira e risco sistêmico: a evolução da recente regulação sistêmica no Brasil. In: PADUA LIMA, Maria Lucia L. M. (Org.). *Agenda contemporânea - Tomo 2 - 1ª edição de 2012: Direito e economia - 30 anos de Brasil*. p. 81-118.

_____. Em busca de um regime para os *private placements* no Brasil — ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (Coord.). *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2016. p. 173-192.

_____. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.