

TWIN PEAKS - DESAFIOS PARA SUA IMPLEMENTAÇÃO NO BRASIL

Estudo Exploratório

Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade (ASA)

Janeiro/2026



Elaboração: Equipe da Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade (ASA), coordenado pelo Inspetor Marcus Fábio Rodrigues Peixoto

Contato: asa@cvm.gov.br

Agradecemos os relevantes comentários e contribuições feitas pela Superintendência Geral (SGE), Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM), Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), Superintendência de Relações Institucionais (SRL), Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE), Superintendência Seccional de Desenvolvimento e Modernização Institucional (SDE) e Superintendência de Orientação aos Investidores e Finanças Sustentáveis (SOI).

Esse trabalho contou ainda com a contribuição do EVOLUA, projeto de grupo de estudos coordenado no âmbito da CVM pela ASA em parceria com a FGV-RJ, e apoiado pela ANBIMA, e de grupo de pesquisadores da faculdade de direito da USP, coordenado pelo professor Thiago Saddi Tannous.

As opiniões e conclusões apresentadas neste trabalho são exclusivamente de seus autores e não expressam necessariamente as da Comissão de Valores Mobiliários, de outras áreas técnicas da Autarquia ou de colaboradores externos.



LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ACCC – *Australian Competition and Consumer Commission*

APRA – *Australian Prudential Regulation Authority*

Art. – Artigo

ASIC – *Australian Securities and Investments Commission*

AUSTRALAC – *Australian Transaction Reports and Analysis Centre*

BB – Banco do Brasil

BCB – Banco Central do Brasil

BIS – *Bank for International Settlements* (Banco de Compensações Internacionais)

BoE – *Bank of England*

CFR – *Council of Financial Regulators*

CGPLD/FT – Comitê Estratégico de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e ao Financiamento do Terrorismo

CMN – Conselho Monetário Nacional

CNPC – Conselho Nacional de Previdência Complementar

CNSP – Conselho Nacional de Seguros Privados

Coremec – Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização

Coaf – Conselho de Controle de Atividades Financeiras

CP – Consulta Pública

CRPC – Câmara de Recursos da Previdência Complementar

CRSFN – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

CRSNP – Conselho de Recursos do Sistema Nacional de Seguros Privados, de Previdência Aberta e de Capitalização

DICT – Diretório de Identificadores de Contas Transacionais

ELA – *Emergency liquidity assistance*



EFPC – Entidades Fechadas de Previdência Complementar

FCA – *Financial Conduct Authority*

FGC – Fundo Garantidor de Crédito

FPC – *Financial Policy Committee*

FS – *Financial Services*

FSCA – *Financial Sector Conduct Authority*

FSCR – *Financial System Council of Regulators*

FSI – *Financial System Inquiry*

IOSCO - *International Organization of Securities Commissions* / Organização Internacional de Valores Mobiliários

KYT – *Know Your Token*

MoU – *Memorandum of Understanding* (memorando de entendimento)

NCR – *National Credit Regulator*

OAM – Orçamento de Receitas e Encargos da Autoridade Monetária

OGU – Orçamento Geral da União

PA – *Prudential Agency*

PRA – *Prudential Regulation Authority*

PRC – *Prudential Regulation Committee*

Previc – Superintendência Nacional de Previdência Complementar

Proer – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro

PSAVs – Prestadoras de Serviços de Ativos Virtuais

RAINT - Relatórios de Atividades de Auditoria Interna

RBA – *Reserve Bank of Australia*

SARB – *South African Reserve Bank*

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SCGO – Objetivos Secundários de Crescimento e Competitividade



SPI – Sistema de Pagamentos Instantâneos

Sumoc – Superintendência de Moeda e Crédito

UKLA – *United Kingdom Listing Authority*



LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Resumo dos objetivos do estudo	16
Quadro 2 – Comparação: agente prudencial dentro (“monopolístico”) versus fora (“não monopolístico”) do Banco Central Nacional.....	35
Quadro 3.1 – Comparativo internacional – Processo histórico	56
Quadro 3.2 – Comparativo internacional – Design estrutural.....	58
Quadro 3.3 – Comparativo internacional – Coordenação e cooperação.....	63
Quadro 3.4 – Comparativo internacional – Independência das agências	64
Quadro 3.5 – Comparativo internacional – Críticas	65
Quadro 4 – Estrutura regulatória financeira corrente no Brasil	72
Quadro 5 – Escopo dos reguladores	79
Quadro 6 – Objetivos, responsabilidades e atividades dos reguladores	87
Quadro 7 – Governança (Coordenação e Cooperação) entre os reguladores	98
Quadro 8 – Localização do regulador prudencial	106
Quadro 9 – Localização da regulação macroprudencial	113
Quadro 10 – Independência operacional e autonomia	119
Quadro 11 – Adaptação à regulação baseada em objetivos	129
Quadro 12 – Status de Propostas Legislativas Chave do Executivo.....	159
Quadro 13 – Status de Propostas Legislativas Chave do Executivo.....	163
Quadro 14 – Amplitude dos desafios / questões para a implementação do Twin Peaks no Brasil	175
Quadro 15 – Definições das naturezas dos desafios.....	176
Quadro 16 – Desafios “normais”.....	177
Quadro 17 – Desafios “adicionais” e “extras”	179



LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estruturas regulatórias vigentes - países-membros do G-20	30
Figura 2 – Evolução das estruturas regulatórias - países-membros do G-20 ...	30
Figura 3 – Nível de esforço segundo a natureza do desafio.	181

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Evolução do contingente de servidores.....	138
Tabela 2 – Dotação Orçamentária Definitiva (valores em R\$ Mio)	139
Tabela 3 – Posicionamento das reportagens quanto ao Twin Peaks	150

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – quantidade de reportagens	150
Gráfico 2 – Posicionamento quanto ao Twin Peaks (em % das reportagens com protagonismo do Twin Peaks no conteúdo coberto pela reportagem)	151



SUMÁRIO

I. SUMÁRIO EXECUTIVO	10
II. INTRODUÇÃO	14
III. REGULAÇÃO FINANCEIRA	18
III.1 – Por que regular as instituições financeiras?	18
III.2 – Como regular as instituições financeiras?	18
III.2.1 – Regulação de conduta	19
III.2.2 – Regulação prudencial	20
III.2.2.1 – Regulação microprudencial.....	21
III.2.2.2 – Regulação macroprudencial.....	21
III.2.2.3 – Regulação prudencial: considerações adicionais	23
III.3 – Como aplicar as formas de regulação?	23
III.4 – Como escolher a estrutura institucional a aplicar e quais pontos de atenção devem ser considerados na aplicação da estrutura regulatória?	24
IV. A ESTRUTURA REGULATÓRIA DO TWIN PEAKS	27
IV.1 – Principais alternativas de estruturas regulatórias	27
IV.2 – A estrutura regulatória Twin Peaks	31
IV.2.1 – Evolução histórica	31
IV.2.2 – Características gerais.....	32
IV.2.3 – O papel dos Bancos Centrais Nacionais.....	33
IV.2.4 – Benefícios do modelo Twin Peaks	37
V.2.5 – Riscos inerentes ao modelo Twin Peaks	40
V. BENCHMARK INTERNACIONAL	43
V.1 – Austrália	43
V.2 – Reino Unido	47
V.3 – África do Sul	51
V.4 – Comparativo internacional	55
VI. ESTRUTURA REGULATÓRIA NO BRASIL – PROCESSO EVOLUTIVO E MODELO VIGENTE.....	67
VII. DESAFIOS E QUESTÕES A SEREM RESPONDIDAS NA IMPLEMENTAÇÃO DO MODELO TWIN PEAKS NO BRASIL	74
VII.1 – Condições gerais para implementação, mudança ou melhoria de estruturas regulatórias	75
VII.1.1 – Escopo dos reguladores	77



VII.1.1.2 – Amplitude do desafio	84
VII.1.2 – Objetivos, responsabilidades e atividades dos entes reguladores	85
VII.1.2.1 – Diagnóstico do cenário atual brasileiro	91
VII.1.2.2 – Amplitude do desafio	94
VII.1.3 – Governança (Coordenação e Cooperação) entre os reguladores	96
VII.1.3.1 – Diagnóstico do cenário brasileiro	101
VII.1.3.2 – Amplitude do desafio	103
VII.1.4 – Localização do regulador prudencial.....	104
VII.1.4.1 – Diagnóstico do cenário brasileiro	107
VII.1.4.2 – Amplitude do desafio	108
VII.1.5 – Localização da regulação macroprudencial.....	110
VII.1.5.1 – Diagnóstico do cenário brasileiro	114
VII.1.5.2 – Amplitude do desafio	117
VII.1.6 – Independência operacional e autonomia.....	118
VII.1.6.1 – Diagnóstico do cenário brasileiro	121
VII.1.6.2 – Amplitude do desafio	124
VII.1.7 – Adaptação à regulação baseada em objetivos	127
VII.1.7.1 – Diagnóstico do cenário brasileiro	131
VII.1.7.2 – Amplitude do desafio	134
VII.1.8 – Recursos	135
VII.1.8.1 – Diagnóstico do cenário brasileiro	137
VII.1.8.2 – Amplitude do desafio	140
VII.1.9 – Custos	142
VII.1.9.1 – Diagnóstico do cenário brasileiro	143
VII.1.9.2 – Amplitude do desafio	146
VII.1.10 – Comunicação	147
VII.1.10.1 – Diagnóstico do cenário brasileiro	147
VII.1.10.2 – Amplitude do desafio	154
VII.1.11 – Elementos fáticos.....	155
VII.1.11.1 – Diagnóstico do cenário brasileiro	157
VII.1.11.1.1 – Processo legislativo brasileiro	157
VII.1.11.1.2 – Trâmite legislativo no Parlamento (atual)	159
VII.1.11.1.3 – Questões orçamentárias e impacto na capacidade de investimento em reformas.....	162
VII.1.11.1.4 – Identificação de Propostas Abandonadas e Fatores Determinantes.....	163
VII.1.11.1.5 – Suporte e vontade política	164
VII.1.11.1.6 – Crises Financeiras (externas e internas).....	165
VII.1.11.2 – Amplitude do desafio.....	166
VII.1.11.2.1 – Processo legislativo brasileiro	167
VII.1.11.2.2 – Trâmite legislativo no Parlamento (atual)	168



VII.1.11.2.3 – Questões orçamentárias e Impacto na capacidade de investimento em reformas.....	169
VII.1.11.2.4 – Identificação de Propostas Abandonadas e Fatores Determinantes	171
VII.1.11.2.5 – Suporte e vontade política.....	172
VII.1.11.2.6 – Crises Financeiras (externas e internas).....	172
VII.1.11.2.7 – Elementos fáticos - análise geral.....	174
VII.2 – Resultados da avaliação dos desafios e questões	175
VII.2.1 – Desafios classificados como “normal” e suas respectivas categorizações	177
VII.2.2 – Desafios classificados como “adicional” e “extra” e suas respectivas categorizações	179
VIII. CONCLUSÕES E SUGESTÕES	183
BIBLIOGRAFIA.....	191
APÊNDICE A – AR CABOUÇO NORMATIVO DA ESTRUTURA REGULATÓRIA DO SFN ..	217
APÊNDICE B – PESQUISA SOBRE AS REPORTAGENS.....	236
ANEXO A – MODELOS REGULATÓRIOS NOS SISTEMAS FINANCEIROS: EVOLUÇÃO E TENDÊNCIAS	242



I. SUMÁRIO EXECUTIVO

O sistema financeiro global tem passado por debates intensos e revisões regulatórias, frequentemente motivadas por crises financeiras ou pela evolução do mercado, que desafiam as fronteiras tradicionais do mercado financeiro. No Brasil, a estrutura regulatória é historicamente setorial, mas o crescente ritmo de inovações no mercado financeiro tem reavivado a discussão sobre alterações mais profundas. Um dos modelos em debate é o *Twin Peaks*, que divide a regulação por objetivos (regulação prudencial e regulação de conduta).

Este estudo exploratório tem como principal objetivo elencar e analisar os desafios e questões para uma implementação efetiva do modelo *Twin Peaks* no Brasil, partindo da premissa de sua eventual adoção. Os objetivos específicos incluem: (i) **elencar questões e desafios a serem enfrentados para sua eventual implementação;** (ii) **entender o estado atual do contexto regulatório brasileiro frente a esses desafios;** e (iii) **avaliar o grau de esforço necessário para a adaptação ao novo modelo.**

O modelo *Twin Peaks* é um modelo semi-integrado de regulação, onde o poder regulatório é dividido com base em objetivos (prudencial e de conduta/proteção ao investidor), e não por setor ou natureza do ente regulado. Foi introduzido pioneiramente na Austrália, em 1998, e ganhou destaque global após a crise financeira de 2008, sendo adotado também por países como Reino Unido (em 2012/13) e África do Sul (em 2017). Suas principais características, dentre outras, incluem:

- **Divisão por Objetivos:** Separação clara entre a regulação prudencial (foco na solidez e segurança das instituições financeiras, mitigando riscos sistêmicos) e a regulação de conduta (foco na proteção do consumidor e correção de assimetrias informacionais);
- **Clareza e Igualdade:** Necessidade de clara definição dos escopos e responsabilidades, sem prevalência de um regulador sobre o outro;
- **Governança e Coordenação:** Exige uma governança robusta entre os reguladores e entre estes e o Banco Central (se for o caso), dada a possibilidade de multiplicidade de entes regulados por ambos os "picos".

Apesar de cada modelo regulatório ser dependente e adaptado às circunstâncias locais, o estudo buscou analisar casos internacionais de referência que implementaram o modelo *Twin Peaks*, destacando as diferentes abordagens e contextos, bem como a forma que cada um utilizou frente às questões e desafios para sua adoção. Neste contexto, foram avaliadas as jurisdições dos seguintes países:

- Austrália (1998): país pioneiro na adoção do modelo. Sua estrutura é composta pela *Australian Prudential Regulation Authority* (APRA), responsável pela supervisão prudencial, e pela *Australian Securities and*



Investments Commission (ASIC), focada na supervisão de conduta. Destaca-se, dentre outros aspectos, por ter seu regulador prudencial estruturado fora do Banco Central nacional;

- Reino Unido (2012/13): adotou o *Twin Peaks* após a crise financeira de 2008. O modelo dividiu as responsabilidades entre a *Prudential Regulation Authority* (PRA), realocada dentro do Banco Central da Inglaterra (BoE) com foco microprudencial, e a *Financial Conduct Authority* (FCA), uma autoridade independente focada na conduta e proteção ao consumidor. Possui um modelo no qual existe prevalência formal da regulação macroprudencial, de responsabilidade do BoE, sobre as demais (microprudencial e de conduta / proteção ao consumidor);
- África do Sul (2017): implementação mais recente, marcada por um processo gradual e faseado. Seus entes reguladores são a *Prudential Agency* (PA) e a *Financial Sector Conduct Authority* (FSCA), responsáveis pelas regulações microprudencial e de conduta, respectivamente. O modelo sul-africano, porém, também distribui o poder regulador por diversas outras autoridades, como o Banco Central nacional e o Regulador Nacional de Crédito (NCR).

Principais Desafios para Implementação no Brasil

A migração de um modelo setorial, como o brasileiro, para o *Twin Peaks* é considerada uma alteração potencialmente significativa, demandando análise cuidadosa. Com base na literatura sobre o tema, nas experiências de distintas jurisdições, na análise do arcabouço legislativo regulatório nacional e na avaliação da conjuntura brasileira, o estudo localizou dezesseis itens (questões e desafios) como relevantes e diretamente associados com uma eventual migração ao modelo *Twin Peaks* no Brasil. Cada item foi avaliado individualmente, sendo classificados em três níveis de esforço para sua superação / tratamento: "normal," "adicional," e "extra".

Desafios de Nível de Esforço "Normal" (nível de esforço significativo, mas com grandes possibilidades de êxito): Nove desafios foram classificados neste nível. Seis deles estão associados principalmente a certos itens considerados como a base da solidez do arcabouço legislativo e regulatório atual e que, consequentemente, poderiam facilitar a eventual migração. Esses desafios são: (i) a definição de escopos e (ii) dos objetivos dos reguladores; (iii) a governança (coordenação e cooperação) entre reguladores; (iv) a adaptação à regulação baseada em objetivos; (v) a definição da localização da regulação prudencial; e (vi) a existência de um processo legislativo que permita as alterações no arcabouço regulatório do país. Adicionalmente, (vii) a ausência de crises financeiras relevantes; (viii) o posicionamento favorável/neutro da imprensa; e (ix) a ausência de oposição relevante ao tema que possa impactar no suporte / vontade política para a migração também são fatores que mantêm o esforço em nível "normal".



Desafios de Nível de Esforço "Adicional" (as chances de insucesso são significativas, mas a mudança ainda é percebida como factível, sobretudo se o esforço adicional for empreendido) ou "**Extra**" (contexto possui grande possibilidade de inviabilizar a mudança, sendo necessária especial atenção e esforço para alterar a situação corrente): Sete desafios exigem níveis de esforço superiores (três "Adicionais" e quatro "Extras"), com alta probabilidade de inviabilizar a mudança se não forem endereçados. Todos esses sete itens apresentam uma característica comum: a "temporalidade", ou seja, são desafios correntes, que já existem no cenário atual, sem necessariamente estarem vinculados diretamente à migração pretendida, mas que certamente possuem poder de impactar negativamente nela. Eles estão ligados a:

- Limitações do Governo Federal, em especial financeiras, que impactam diretamente nos desafios de absorção dos (i) custos da reestruturação; e em (ii) severas restrições fiscais e orçamentárias para migração e manutenção do novo modelo regulatório;
- Problemas Pré-existentes na Estrutura Atual, que já prejudicam o próprio modelo regulatório em curso (setorial) e que, se não endereçados corretamente, também irão colocar em risco a eficiência do *Twin Peaks* no Brasil. Eles são: (iii) a falta de um arcabouço macroprudencial robusto; (iv) problemas para garantir a efetiva independência operacional e autonomia dos reguladores; e (v) a carência de recursos nos entes reguladores;
- Questões Políticas Conjunturais, que incrementam o nível de esforço político demandado e as chances de não aprovação do processo de migração a um novo modelo regulatório. São: (vi) o "represamento" de propostas legislativas em 2025; e (vii) a dificuldade de promoção de mudanças estruturais em anos de eleição federal.



Conclusões e Sugestões

O arcabouço legislativo brasileiro possui uma base sólida que facilitaria a adoção do *Twin Peaks* em termos normativos. No entanto, as limitações estruturais (especialmente financeiras) e as questões políticas conjunturais do Governo Federal apresentam um cenário significativamente desafiador para uma implementação rápida e eficiente.

Consequentemente, acredita-se que uma eventual adoção faseada possa ser a melhor opção para a implantação do *Twin Peaks* no Brasil, pois permitiria que o Governo Federal pudesse: (i) abordar e corrigir os atuais problemas existentes na estrutura regulatória do sistema financeiro nacional; (ii) aliviar as pressões políticas conjunturais (desafios associados com o represamento de propostas e dificuldades de implementação delas em ano eleitoral); (iii) aprimorar o planejamento para a migração (visto tratar-se de um evento com alto grau de complexidade); e (iv) incrementar o debate sobre o tema, com a inclusão de mais atores neste processo, condições fundamental para o sucesso deste projeto.



II. INTRODUÇÃO

A primeira década do século XXI foi testemunha de intensos debates sobre alterações regulatórias no sistema financeiro ao redor do mundo, com especial ênfase na revisão das estruturas regulatórias nacionais. Para Jeffrey Carmichael¹:

“Novas estruturas não garantem melhor regulação. Estruturas mais apropriadas podem ajudar, mas, fundamentalmente, melhor regulação vem de leis mais fortes, equipes mais bem treinadas e melhor enforcement. Qualquer país que acredite que mexer na estrutura das agências irá, por si só, consertar deficiências passadas está fadado a reviver suas crises anteriores”².

Assim mesmo, debates sobre revisões de estruturas regulatórias do sistema financeiro seguem sendo importantes e recorrentes. Historicamente, tais revisões vêm, em grande medida, sendo realizadas de maneira reativa, motivadas por situações diversas, como crises financeiras e mudanças evolutivas no sistema financeiro ou, de forma similar, na busca de diminuir o impacto de eventuais ineficiências regulatórias sobre o mercado financeiro em geral³.

No Brasil, as alterações que moldaram a atual estrutura regulatória do sistema financeiro tiveram início a partir da década de 1960, com as mudanças mais significativas no arcabouço estrutural tendo ocorrido nas décadas de 1960 e 1970. Essas reformas deram origem às entidades reguladoras, desenhadas para terem seus focos de atuação nos principais setores ou funções do mercado financeiro⁴.

Por outro lado, a indústria financeira nacional tem observado, desde o final do século passado, significativo incremento no ritmo de inovações e alterações em sua estrutura e produtos/serviços, incluindo mudanças que desafiam as tradicionais fronteiras existentes entre os setores no mercado financeiro. Apesar

¹ Entre 1997 e 2003, Jeffrey Carmichael ocupou o cargo de presidente da recém-criada Agência Regulatória Prudencial australiana (APRA), entidade-chave da primeira experiência global de adoção da estrutura regulatória conhecida como *Twin Peaks*.

² Posição defendida em seu *paper* intitulado “Australia’s Approach to Regulatory Reform”, apresentado na conferência do Banco Mundial, sobre alinhamento da estrutura supervisória às necessidades dos países, em Washington, D.C., nos dias 4 e 5 de dezembro de 2003. Ver: GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. A Jurisdictional Comparison of the Twin Peaks Model of Financial Regulation. *Journal of Banking Regulation*, v. 18, n. 2, p. 103-131, 2017.

³ GROUP OF THIRTY. **The Structure of Financial Supervision - Approaches and Challenges in a Global Marketplace**. Hong Kong: Legislative Council – Panel on Financial Affairs, 6 out. 2008. P.18.

⁴ São exemplos o surgimento do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil (BCB), em 1964; da Superintendência de Seguros Privados (Susep), em 1966; e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em 1976. Ver: GROUP OF THIRTY (2008), p. 86-89.



disso, o eixo tradicional de divisão setorial das instituições reguladoras financeiras nacionais seguiu prevalecendo⁵ e grande parte das mudanças ocorridas nas últimas décadas focaram, sobretudo, na tentativa de regular novos serviços ou demandas conjunturais do mercado financeiro⁶, sem alterações significativas no próprio formato da estrutura regulatória atual.

Nos últimos anos, a discussão a respeito de alterações mais profundas na estrutura regulatória local voltou à tona, motivada, entre outros, pelo crescimento significativo de alguns segmentos específicos da indústria financeira nacional (por exemplo: da indústria de fundos de investimento e, em menor escala, da indústria de seguros e de previdência⁷) e por debates sobre grau de autonomia, escopo e regime jurídico de algumas das principais entidades reguladoras locais, como na Proposta de Emenda à Constituição nº 65 de 2023⁸, que almeja aumentar a independência do Banco Central na execução de suas funções.

No âmbito dos debates mais recentes, destaca-se, também, o interesse do Ministério da Fazenda de analisar a eventual adoção da estrutura regulatória conhecida como *Twin Peaks* no Brasil⁹.

Desde então, vêm ocorrendo diversas discussões sobre os prós e contras de tal modelo e sua eventual aplicação no país. Neste sentido, a partir da análise de características do modelo, de experiências de sua implementação em outros países e da atual estrutura regulatória brasileira, busca-se, como o **principal objetivo** deste trabalho, **elencar importantes questões e desafios para a efetiva implementação do Twin Peaks no Brasil**, partindo da premissa de que o Governo decida tentar instituí-lo.

Sendo assim, este estudo não almeja entrar no mérito sobre se o modelo *Twin Peaks* deveria ou não ser introduzido na esfera regulatória local. Tampouco visa

⁵ A estrutura regulatória financeira no Brasil é vista como um exemplo de instituições reguladoras especializadas e responsáveis pela regulação completa de cada um de seus segmentos, quais sejam; bancário, seguros e mercado de capitais. Ver: CALVO, Daniel; CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; PASCUAL GUTIÉRREZ, Oscar. Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis? **FSI Insights**, n. 8, 30 abr. 2018. P. 4 e 36.

⁶ Como pode ser observado, por exemplo, nas mudanças regulatórias implementadas pelo BCB na busca por garantir maior estabilidade financeira, com foco tanto em ações micro quanto macroprudenciais. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Agenda de Pesquisa do Sistema Financeiro Nacional.

⁷ Ver: BARCELLOS, Thaís. BC quer expandir poder de regulação para alcançar fundos de investimento. **O Globo**, 20 fev. 2025.

⁸ DORNELAS, L. Larissa Naves Deus. PEC 65/2023 and the overlooked relationship between the Central Bank and the National Treasury. **Brazilian Keynesian Review**, v. 10, n. 2, p. 471-488, 2024.

⁹ Tal proposta já estaria na pauta de discussão do ministro da Fazenda Fernando Haddad, com a intenção de ser colocada em ação no terceiro ano do mandato do presidente Lula, mas foi antecipada pelo debate da PEC nº 65/2023. Ver: PIMENTA, Guilherme; OTTA, Lu Aiko; EXMAN, Fernando; JUBÉ, Andrea; TONET, Caetano. Fazenda desenha proposta para transformar BC e CVM em super-reguladores. **Valor Econômico**, 17 jul. 2024.



avaliar as distintas alternativas de estruturas regulatórias existentes ou indicar qual seria o possível modelo mais adequado para o contexto local.

Adicionalmente, alterações em estruturas regulatórias sempre trazem desafios e demandam custos e esforços. Em geral, modificações pontuais e graduais são preferíveis às radicais¹⁰. Conforme a teoria da dependência da trajetória (“path dependence”), mudanças regulatórias tendem a ser dependentes de sua própria trajetória e estariam sujeitas a desvios de rotas somente quando os custos da manutenção de sua trajetória forem significativamente altos¹¹. Caso contrário, a dependência da trajetória faria com que as mudanças seguissem se apoiando nas decisões regulatórias já tomadas, favorecendo, em situações normais (de baixo estresse), um processo não disruptivo das estruturas regulatórias vigentes. Com base em tais fatores, seria também assumível que uma mudança regulatória mais profunda sofresse maior grau de dificuldade em sua aceitação e implementação.

Por conseguinte, torna-se primordial entender o grau de amplitude de eventual mudança na estrutura regulatória rumo ao modelo *Twin Peaks* no Brasil, sendo tal grau de amplitude entendido como a “distância” entre o atual contexto regulatório nacional e a situação proposta pelos desafios de implementação deste modelo. Torna-se evidente que, quanto maior for a amplitude, maior será o esforço necessário para a mudança.

Sendo assim, o estudo também almeja **entender o estado atual do contexto regulatório do sistema financeiro local frente aos desafios de implementação do *Twin Peaks*** e, ao fazê-lo, **avaliar o grau de esforço necessário para a adaptação da estrutura regulatória brasileira ao novo modelo proposto** (ver quadro 1, para apresentação conjunta dos três objetivos deste estudo).

Quadro 1 – Resumo dos objetivos do estudo

Objetivo	Descrição
Objetivo #1	Elencar questões e desafios a serem enfrentados para eventual implementação efetiva da estrutura <i>Twin Peaks</i> no cenário regulatório financeiro brasileiro.
Objetivo #2	Entender o estado atual do contexto regulatório do sistema financeiro local frente aos desafios de implementação do <i>Twin Peaks</i> .
Objetivo #3	Avaliar o grau de esforço necessário para a adaptação da estrutura regulatória brasileira ao novo modelo proposto

Fonte: elaboração própria

¹⁰ Ver: NIER, Erlend Walter. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. **IMF Working Paper**, n. 09/70, abril 2009. P.54.

¹¹ HATHAWAY, Oona A. Path dependence in the law: The course and pattern of legal change in a common law system. **Iowa Law Review**, v. 86, 2001.



Diante desses três objetivos e da incipiente produção de estudos sobre o tema no Brasil, entende-se que o trabalho poderá auxiliar as autoridades locais em eventual processo de reestruturação da estrutura regulatória financeira local para a implementação do *Twin Peaks*.



III. REGULAÇÃO FINANCEIRA

III.1 – Por que regular as instituições financeiras?

Assim como qualquer tipo de atividade reguladora, a regulação do sistema financeiro deve ser sempre analisada a partir da ótica dos benefícios que pode gerar frente aos custos que trará ao sistema como um todo¹². Portanto, ao regular os participantes do sistema financeiro, o Estado deveria se ater a certos objetivos principais, tais como: mitigar os riscos sistêmicos; proteger os consumidores / investidores¹³; garantir a segurança e a solidez das instituições financeiras (IFs); e assegurar a justiça e a eficiência dos mercados¹⁴.

Entretanto, por se tratar de tarefa com múltiplos objetivos, a regulação financeira deve se atentar para os benefícios das complementariedades desses objetivos, bem como para seus potenciais riscos de conflitos¹⁵.

III.2 – Como regular as instituições financeiras?

Existem diversas formas de regular IFs, incluindo aquelas de natureza econômica e geral (ex.: política monetária) e algumas de cunho mais direcionado ao próprio sistema financeiro e aos seus participantes, como regulação prudencial e regulação sobre a conduta dos negócios¹⁶. No âmbito de um estudo sobre *Twin Peaks*, estas duas últimas merecem especial destaque.

¹² Qualquer forma de regulação financeira deveria estar baseada na busca de solucionar falhas de mercado. Porém, o custo de uma intervenção regulatória deveria sempre ser menor que o custo de corrigir esta falha pela própria sociedade. Ver: CARMICHAEL, Jeffrey. *Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks*. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. p. 32-50.

¹³ Falhas de mercado, como assimetria da informação e riscos de contágio geram necessidade de regulação financeira para proteção dos consumidores e para manutenção da estabilidade financeira, respectivamente. Ver: NIER, Erlend Walter. *Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis*. **IMF Working Paper**, n. 09/70, abril 2009. P. 24-25.

¹⁴ Além dos dois itens mencionados anteriormente, o relatório elaborado pelo Grupo dos 30 também aponta esses dois últimos itens como “objetivos políticos” fundamentais da regulação financeira. Ver: GROUP OF THIRTY. **The Structure of Financial Supervision - Approaches and Challenges in a Global Marketplace**. Hong Kong: Legislative Council – Panel on Financial Affairs, 6 out. 2008. P. 21-22.

¹⁵ Por exemplo, medidas de aumento nos níveis de depósitos de segurança em bancos para proteger os consumidores podem reduzir o volume de crédito na economia e iniciar um processo de risco sistêmico.

¹⁶ NIER, Erlend Walter. *Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis*. **IMF Working Paper**, n. 09/70, abril 2009. P. 26.



III.2.1 – Regulação de conduta

A regulação da conduta de negócios contempla o grupo de intervenções para regular as atividades dos participantes do mercado financeiro, objetivando corrigir as assimetrias informacionais e outras falhas de conduta que possam impactar negativamente os investidores. Esta regulação associa-se particularmente ao oferecimento de serviços e produtos das IFs, aos riscos na relação IF-cliente e à proteção deste último.

Os principais instrumentos no âmbito de tal tipo de regulação são as regras de conduta negocial e de transparência, como: regras de divulgação de informações pelas sociedades abertas; regras de conduta em geral; regras de *suitability*; regras de conduta para transações com partes relacionadas; e regras para gestão fiduciária de recursos de terceiros¹⁷.

Historicamente, acabou por se tornar mais desenvolvida no segmento de Mercado de Capitais, visto que seu principal fator na relação IF-cliente está associado aos riscos inerentes ao próprio título ofertado e menos aos riscos da própria IF. Adicionalmente, o fato de o risco associado com o emissor ter, em geral, baixa relevância em gerar risco sistêmico, faz com que a regulação prudencial não tenha ainda sido o principal foco de atuação deste segmento financeiro¹⁸. Em contrapartida, os mercados bancário e de seguros tendem a ser menos evoluídos na questão da regulação de conduta e mais focados em atividades regulatórias de natureza prudencial¹⁹.

Devido a tal situação e a própria evolução do sistema financeiro, é interessante notar que alguns reguladores dos setores bancários e de seguros vêm tentando diminuir a debilidade de suas regulações de conduta. No caso brasileiro, por exemplo, tanto o Banco Central do Brasil (BCB) quanto a Superintendência de Seguros Privados (Susep) buscaram implementar áreas específicas para melhorar suas atuações na proteção dos clientes, com a criação de

¹⁷ MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. **Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?** 2018.

¹⁸ Medidas prudenciais, como regras sobre alavancagem e gestão de liquidez para o setor de fundos de investimentos, tornam-se mais críticas à medida que tais segmentos evoluem e começam a ser potenciais fontes de riscos sistêmicos. Consequentemente, agentes “tradicionalmente” de conduta, como a CVM, também deveriam reforçar suas medidas prudenciais. Ver: International Monetary Fund (IMF). Brazil: Financial System Stability Assessment. **IMF Staff Country Report**, n. 18/339, Washington, DC, 2018. P. 27.

¹⁹ Visto que a própria eventual insolvência de entidades bancárias e securitárias impactaria diretamente não somente no cumprimento das promessas de seus produtos e serviços (normalmente não há separação de ativos), bem como no risco sistêmico como um todo (IFs bancárias, historicamente, são fontes potenciais de riscos sistêmicos). Ver: MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. **Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?** 2018.



Departamentos e Diretorias de Conduta – no BCB, em 2012²⁰, e na Susep, em 2016²¹.

III.2.2 – Regulação prudencial

Em linhas gerais, a regulação prudencial compreende tanto a atividade normativa quanto a de supervisão, tendo como objetivo central assegurar a solidez e a segurança das instituições financeiras, bem como mitigar potenciais riscos que estas possam representar para o sistema financeiro²².

Diversos autores costumam dividir a regulação prudencial em duas dimensões: “microprudencial”, voltada para a estabilidade e resiliência individual das instituições, e “macroprudencial ou sistêmica”, direcionada para a preservação da estabilidade do sistema financeiro como um todo. O propósito fundamental, em ambos os casos, é garantir a solidez do sistema, seja de forma direta, no âmbito macroprudencial, ou de maneira indireta, pela regulação microprudencial.

Embora não haja consenso sobre tal divisão²³, é interessante entender a diferença entre estas dimensões.

²⁰ O BCB, além da criação do próprio Departamento de Supervisão e Conduta, adotou um formato de segregação interna de suas áreas de supervisão prudencial e de conduta em 2013, objetivando dar maior autonomia para ambas as áreas e, consequentemente, estar alinhado ao modelo internacionalmente denominado *Twin Peaks*. Ver item 3.10.10 do Manual da Supervisão do BCB. BANCO CENTRAL DO BRASIL. **MSU – MANUAL DA SUPERVISÃO**. Documento disponibilizado em 15/09/2009 – Atualizado em 11/07/2025.

²¹ A Diretoria original foi desmembrada, em 2024, em duas diretorias, uma com foco na “regulação” da conduta (Diretoria de Organização de Mercado e Regulação de Conduta) e outra com foco na “supervisão” dela (Diretoria de Infraestrutura de Mercado e Supervisão de Conduta). Ver: SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS (SUSEP). Relatório de Gestão 2024. Susep, 2025.

²² CONLON, Thomas; HUAN, Xing. Scaling the Twin Peaks: Systemic Risk and Dual Regulation. **Economics Letters**, 2019. P. 2.

²³ Carmichael, por exemplo, defende que o termo “regulação macroprudencial” acabou sendo popularizado somente pela necessidade de foco na estabilidade sistêmica após a crise financeira de 2008, mas que, de fato, não gerou nenhuma nova ferramenta e sequer novos *insights* para o arcabouço já existente da regulação prudencial. Ver: CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.



III.2.2.1 – Regulação microprudencial

A regulação microprudencial se refere ao conjunto das atividades regulatórias direcionadas a garantir solidez, liquidez e solvência das IFs individualmente²⁴. Ao salvaguardar as IFs, ela também acaba por contribuir para a proteção do próprio consumidor. A seguir descreve-se algumas das principais características associadas à regulação microprudencial:

- Os vínculos históricos da regulação microprudencial estão fortemente associados aos segmentos bancário e securitário²⁵;
- Necessidade recente de fortalecimento da regulação microprudencial para o segmento do mercado de capitais²⁶;
- Apesar de olhar para as IFs individualmente, a regulação microprudencial também objetiva salvaguardar o sistema financeiro como um todo²⁷.

Como exemplo de instrumentos microprudenciais, citam-se as regras de alavancagem e de solvência.

III.2.2.2 – Regulação macroprudencial

Não há um conceito universalmente aceito de regulação macroprudencial, mas assume-se que esta expressão esteja diretamente associada à falha de mercado de “contágio”, ou seja, quando um impacto negativo em determinada entidade

²⁴ CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 48.

²⁵ Visto que o primeiro trabalha com riscos naturais de alavancagem e descompasso entre depósitos/retiradas e empréstimos (*balance sheet mismatch*), enquanto o segundo deve seguir condições de liquidez para casos de sinistros – cabendo, portanto, à regulação prudencial garantir a solidez das IFs destes segmentos em situações de estresse. Ver: MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. **Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?** 2018.

²⁶ Historicamente, o segmento de *securities* tem concentrado sua atuação, sobretudo, na regulação de conduta. Porém, com o surgimento de novos produtos e com o crescente risco sistêmico de determinados segmentos (ex. fundos de investimento), as entidades reguladoras de IFs do mercado de capitais passaram a se preocupar e vêm tentando fortalecer suas atuações regulatórias prudenciais. A título de exemplo, CVM e IOSCO defendem a implementação de ações prudenciais, tais como regras de limitação de alavancagem sobre fundos alavancados, visto seu potencial de contágio sistêmico. Ver: International Organization of Securities Commissions (IOSCO). **A Comparison and Analysis of Prudential Standards in the Securities Sector**. Mar. 2014.

²⁷ Ao evitar que falhas individuais de uma IF possam propagar-se e causem danos ao sistema financeiro como um todo. Ver: DERVAN, Helen; JENSEN, Simon. Twin Peaks Financial Regulation in New Zealand. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. P. 98.



gera consequências negativas não apenas para todo o sistema financeiro, mas também para a economia real em geral (conceito usual de “risco sistêmico”)²⁸.

Este tipo de regulação tem suas origens no segmento bancário e, usualmente, é vista como umas das funções naturais dos Bancos Centrais Nacionais. Entretanto, apesar das IFs bancárias ainda representarem as entidades financeiras com maior potencial de gerar riscos sistêmicos (i.e.: riscos com alto potencial de contágio), a evolução do sistema financeiro expandiu este risco para entidades de outros segmentos, como *securities* e seguros.

Este “alargamento do risco sistêmico” ficou externado com a crise global financeira de 2008²⁹, fazendo com que diversas jurisdições estendessem a competência de seus reguladores sistêmicos para agirem sobre qualquer entidade tida como “sistemicamente relevante”, mesmo que não pertencente ao sistema financeiro bancário³⁰.

De forma geral, a regulação macroprudencial apresenta:

1. Como objetivo: limitação do risco sistêmico (i.e.: riscos de interrupções gerais no fornecimento de serviços financeiros, com consequências graves para toda a economia); e
2. Como escopo: setor financeiro como um todo (incluindo suas interações com os demais setores econômicos) e não IFs individualmente³¹.

Na tentativa de administrar e mitigar o risco sistêmico, diversas ferramentas regulatórias macroprudenciais têm sido implementadas³², em parte originárias da regulação microprudencial³³. Têm-se como exemplos: implementação de

²⁸ ORSMOND, David; PRICE, Fiona. Macroprudential Policy Frameworks and Tools. **Bulletin**, 2016, p. 75-86.

²⁹ Instituições da indústria de seguros e do mercado de capitais foram vistas como fundamentais no alastramento da crise gerada por instrumentos de securitização do mercado de hipotecas *subprime*. Ver: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). *The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation*. Cambridge University Press, 2021. P. 4.

³⁰ MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. **Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?** 2018.

³¹ Conclusões do relatório feito pelo FSB, FMI e BIS para o G20, em resposta à crise financeira global de 2008. Ver: IM, C.; COLUMBA, F.; COSTA, A.; KONGSAMUT, P.; OTANI, A.; SAIYID, M.; WEZEL, T.; WU, X. *Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences*. **IMF Working Paper**, n. 11/238, out. 2011.

³² Centradas em aumentar a resiliência do sistema financeiro às crises e em conter a criação de vulnerabilidades pró-cíclicas.

³³ Porém estas ferramentas têm sido “calibradas” para riscos sistêmicos, o que significa que, em determinadas situações, podem ser impostas sobre IFs para garantir a estabilidade financeira, mesmo quando forem negativas para determinada IF individualmente; i.e.: calibragem macroprudencial distinta da microprudencial. Ver: GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. *Twin Peaks and Financial Regulation: The Challenges of Increasing Regulatory Overlap and Expanding Responsibilities*. **The International Lawyer**, v. 49, n. 3, p. 273-297, 2016. P. 352.



regras de intervenção e/ou de regimes especiais de resolução; responsabilização do regulador prudencial em tornar-se emprestador de última instância; ferramentas baseadas no capital (ex: *buffers* contracíclicos de capital); ferramentas de capital setorial e baseadas em tomadores de empréstimos (ex.: índices dívida-renda e serviço da dívida-renda); ferramentas relacionadas à liquidez (ex.: índices de cobertura de liquidez); e ferramentas contra contágio estrutural (ex.: sobretaxas de capital para bancos e seguradoras sistemicamente importantes)³⁴.

III.2.2.3 – Regulação prudencial: considerações adicionais

Outro tema recorrente nas discussões sobre regulação prudencial, seja micro ou macroprudencial, diz respeito à sua interação com a política monetária. Apesar de almejarem objetivos distintos³⁵, observa-se tanto a existência de complementaridades (p.ex.: ambas almejam crescimento e estabilidade econômica) quanto de potenciais antagonismos entre elas, sobretudo entre política monetária e regulação microprudencial³⁶. Os debates referentes à tais interações tornam-se importantes na formatação da estrutura regulatória financeira, visto que uma mesma entidade poderia ou não ser responsável pela política monetária e pela regulação prudencial do sistema financeiro nacional.

Por último, vale frisar que todas as formas de regulação (conduta, microprudencial e macroprudencial) impactam, em intensidades distintas, os objetivos mais gerais de mitigação de riscos sistêmicos e de proteção dos consumidores, criando certa interdependência entre elas³⁷.

III.3 – Como aplicar as formas de regulação?

De forma geral, são necessários meios (ou instrumentos) para a implementação efetiva das regulações financeiras (prudencial e de conduta). Entende-se que o principal instrumento para isso ainda esteja vinculado ao desenvolvimento da

³⁴ INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF); FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB); BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). Elements of Effective Macroprudential Policies: Lessons from International Experience. **Report to the G20 Leaders**, 31 ago. 2016.

³⁵ Enquanto a regulação prudencial visa a estabilidade do sistema financeiro, o foco da política monetária estaria sobretudo na estabilidade dos preços e da moeda nacional.

³⁶ Por exemplo, a utilização de juros na política econômica para conter a inflação pode comprometer carteira de créditos das IFs e sua própria solvência.

³⁷ Por exemplo, ao defender a solvência de uma determinada IF, a regulação microprudencial acaba por proteger, em muitas situações, o próprio cliente desta IF. Igualmente, como demonstrado na crise do *subprime* do mercado americano em 2008, a ausência de regulação de conduta sobre certos atores do mercado desencadeou um risco sistêmico em todo o sistema financeiro. Ver: 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 University Press, 2021.



estrutura regulatória institucional adequada; ou seja, aquela capaz de cumprir, de maneira eficiente, os objetivos finais da própria regulação.

A aplicação de uma estrutura regulatória eficiente não substitui uma regulação eficaz e eficiente³⁸ e tampouco é condição única para garantir uma regulação efetiva do sistema financeiro³⁹. Por outro lado, mesmo não sendo “condição suficiente” para a efetividade da regulação, a estrutura regulatória é, seguramente, uma das condições necessárias para tanto.

III.4 – Como escolher a estrutura institucional a aplicar e quais pontos de atenção devem ser considerados na aplicação da estrutura regulatória?

Devido às diferenças históricas, culturais, políticas, legais, econômicas e sociais entre os países e apesar da existência de problemas regulatórios e financeiros geralmente similares nas diversas nações ao redor do mundo, ainda não existe um “modelo universal” de estrutura regulatória e há vasta diversidade de possibilidades atualmente em uso⁴⁰.

Conforme mencionado anteriormente, a estrutura regulatória deveria servir como meio de se atingir os objetivos regulatórios de uma dada jurisdição. Em qualquer estrutura regulatória haverá vantagens e desvantagens em comparação com as demais alternativas. Desta forma, o modelo regulatório escolhido deveria levar em conta as circunstâncias e especificidades locais, incluindo: estado de maturidade e características das entidades; nível de sofisticação do próprio mercado e do sistema financeiro; legislação e cultura regulatória local; etc.⁴¹.

Além dos fatores históricos locais e da própria situação do sistema financeiro nacional, é importante considerar o contexto (“momento”) e os interesses de cada *stakeholder* relevante neste processo de escolha do modelo regulatório, incluindo as relações entre as principais entidades reguladoras e entre estas e

³⁸ Ver: LLEWELLYN, David T. Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues. **World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs**, Washington DC, 6th and 7th June, 2006.

³⁹ Outros elementos, como a relevância do conteúdo da própria regulação e o efetivo empoderamento (prerrogativas legais) aos reguladores para que a regulação se torne de fato efetiva, são também fundamentais para garantir a efetividade da regulação. Ver: MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. **Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?** 2018; e MICHAEL, Bryane; GOO, Say Hak; WOJCIK, Dariusz. Does objectives-based financial regulation imply a rethink of legislatively mandated economic regulation? The case of Hong Kong and Twin Peaks financial regulation. **Capital Markets Law Journal**, v. 15, n. 1, p. 2020, 2014.

⁴⁰ Ver: SOHN, Wook; VYSHNEVSKYI, Ilegor. The Effectiveness of Financial Supervision Frameworks. **Journal of Accounting and Finance**, v. 20, n. 1, 2020.

⁴¹ MICHAEL, Bryane; GOO, Say Hak; WOJCIK, Dariusz. Does objectives-based financial regulation imply a rethink of legislatively mandated economic regulation? The case of Hong Kong and Twin Peaks financial regulation. **Capital Markets Law Journal**, v. 15, n. 1, p. 2020, 2014.



os demais órgãos financeiros públicos, bem como, de forma mais ampla, os interesses do próprio “corpo político” local. Para cada cenário de circunstâncias, é provável que exista mais de uma estrutura capaz de se aproximar do modelo ideal para dito cenário⁴².

Apesar da pluralidade de situações, estudos apontam alguns pontos de atenção e certas tendências no processo de seleção de estruturas regulatórias financeiras, destacando-se:

- Certa preferência, nas últimas décadas, pela escolha de modelos com menor número de agências reguladoras na estrutura regulatória financeira nacional, com a concentração das atividades em uma única ou em poucas entidades⁴³, porém ainda com o domínio de modelos mais pulverizados na maioria das jurisdições nacionais⁴⁴;
- Necessidade de avaliação contínua das estruturas regulatórias, visto que elas devem ter natureza evolutiva e adaptativa, pois buscam se adaptar e regular mercados cada vez mais dinâmicos⁴⁵;
- Privilégio de mudanças incrementais *versus* mudanças mais radicais⁴⁶.

Considerando o leque de alternativas existentes e em linha com a tendência de seleção de modelos menos “pulverizados” (i.e., com menor número de reguladores), vale também destacar a escolha já realizada por algumas jurisdições da adoção do *Twin Peaks*, incluindo Austrália (em 1998), Países Baixos (em 2002), Nova Zelândia (em 2005), Bélgica (em 2011), Reino Unido (em 2012/13) e, mais recentemente, África do Sul (em 2017).

⁴² Ver: NIER, Erlend Walter. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. **IMF Working Paper**, n. 09/70, abril 2009.

⁴³ Apesar de não haver consenso, diversos estudos vêm apontando a ocorrência de resultados regulatórios mais positivos em países com estruturas regulatórias mais concentradas; porém, no geral, ainda se entende que não existe um “modelo superior e universal” único a ser aplicado em todos os contextos. Ver: LLEWELLYN, David T. Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues. **World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs**, Washington DC, 6th and 7th June, 2006; e SOHN, Wook; VYSHNEVSKYI, Ilegor. The Effectiveness of Financial Supervision Frameworks. **Journal of Accounting and Finance**, v. 20, n. 1, 2020.

⁴⁴ CALVO, Daniel; CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; PASCUAL GUTIÉRREZ, Oscar. Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis? **FSI Insights**, n. 8, 30 abr. 2018.

⁴⁵ Por exemplo, o modelo *Twin Peaks* australiano, estabelecido em 1998, já foi alvo de duas revisões mais significativas, sendo uma em 2003 e outra em 2014, em decorrência de crises pontuais e necessidade de adaptação do modelo à complexidade do sistema financeiro nacional. Ver: 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 University Press, 2021.

⁴⁶ Em decorrência dos potenciais altos custos e riscos de mudanças radicais, dever-se-ia privilegiar as mudanças incrementais, caso elas possam endereçar as melhorias e as debilidades do sistema local. Ver: NIER, Erlend Walter. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. **IMF Working Paper**, n. 09/70, abril 2009.



No próximo capítulo, serão apresentados aspectos históricos, conceituais e gerais sobre as estruturas regulatórias existentes, com especial atenção ao *Twin Peaks*, para melhor compreensão sobre as peculiaridades desse modelo.



IV. A ESTRUTURA REGULATÓRIA DO TWIN PEAKS

IV.1 – Principais alternativas de estruturas regulatórias

Existem diversas modalidades de estruturas regulatórias ao redor do mundo e algumas formas tradicionais de tentar agrupá-las. Considerando as formas mais comuns⁴⁷, os modelos regulatórios podem ser divididos em⁴⁸:

- **Modelos institucionais:** o foco se concentra na entidade regulada, que deve estar associada a um único regulador específico. Modelo em desuso, por conta da crescente diversificação de negócios e complexidade de novos produtos observados nos mercados financeiros;
- **Modelos setoriais (ou funcionais):** foco no tipo de transação ou produto que está sendo regulado, não interessando a natureza jurídica da instituição. Assim, acabam resultando na possibilidade de uma entidade ser regulada por múltiplos reguladores – muitos autores apontam este modelo como sendo aquele tradicionalmente encontrado no Brasil⁴⁹;
- **Modelos integrados ou unificados:** existência de um único regulador financeiro (“mega agência”), responsável pela segurança, estabilidade sistêmica e conduta do negócio. Pode ser ou não independente e externo ao Banco Central Nacional;
- **Modelos semi-integrados:** agrupam as responsabilidades de acordo com os objetivos de supervisão ou por setores⁵⁰ com a separação deles

⁴⁷ Por exemplo, o G-30 divide a supervisão financeira em quatro possíveis abordagens: Institucional, Funcional, Integrada e *Twin Peaks*. Ver: GROUP OF THIRTY. **The Structure of Financial Supervision - Approaches and Challenges in a Global Marketplace.** Hong Kong: Legislative Council – Panel on Financial Affairs, 6 out. 2008.

⁴⁸ A terminologia utilizada neste trabalho está mais alinhada com aquela adotada em Calvo *et al* (2018), que descreve a existência de três principais subtipos de arquitetura supervisória financeira: setorial, integrada e semi-integrada. Ver: CALVO, Daniel; CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; PASCUAL GUTIÉRREZ, Oscar. Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis? **FSI Insights**, n. 8, 30 abr. 2018.

⁴⁹ Por exemplo, Calvo *et al.* e Michael *et al.* classificam a estrutura existente no Brasil como “setorial” e “funcional”, respectivamente. Já o Grupo dos Trinta (*Group of Thirty*) vê a estrutura regulatória brasileira como funcional, porém com “alguns aspectos institucionais”. Ver: CALVO, Daniel; CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; PASCUAL GUTIÉRREZ, Oscar. Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis? **FSI Insights**, n. 8, 30 abr. 2018; MICHAEL, Bryane; GOO, Say Hak; WOJCIK, Dariusz. Does objectives-based financial regulation imply a rethink of legislatively mandated economic regulation? The case of Hong Kong and Twin Peaks financial regulation. **Capital Markets Law Journal**, v. 15, n. 1, p. 2020, 2014; GROUP OF THIRTY. **The Structure of Financial Supervision - Approaches and Challenges in a Global Marketplace.** Hong Kong: Legislative Council – Panel on Financial Affairs, 6 out. 2008.

⁵⁰ São também considerados modelos semi-integrados as arquiteturas regulatórias como o Modelo de Duas Agências (*Two Agency Model*): no qual uma agência é responsável tanto pela



entre duas agências. O primeiro tipo (“separação por objetivos”) divide a regulação em dois objetivos básicos: um focado na supervisão prudencial e outro na defesa do consumidor e na supervisão da conduta do negócio. Seu expoente principal é o *Twin Peaks*.

De forma geral, no decorrer do século XX, as estruturas regulatórias nacionais foram se adequando à evolução dos sistemas financeiros locais. Inicialmente, novos entes reguladores foram criados para lidar com os distintos setores financeiros, gerando a prevalência do modelo setorial em boa parte do mundo.

Porém, no final do século XX e início do século XXI houve o surgimento de um movimento de concentração e diminuição do número de reguladores, como forma de responder ao incremento da complexidade da indústria financeira (que levou a uma crescente diluição das fronteiras naturais entre os distintos setores financeiros). Este processo de concentração seguiu, inicialmente, a proposta da jurisdição britânica do início do século (modelo unificado em uma “mega agência”).

A crise financeira global de 2008 trouxe, por outro lado, maior atenção para o modelo semi-integrado do *Twin Peaks*, tornando-o, desde então, uma opção estrutural para alguns países (como os citados anteriormente: Austrália, Países Baixos, Nova Zelândia, Bélgica, Reino Unido e África do Sul).

Vista a contínua evolução e crescente complexidade das indústrias financeiras local e global, a escolha entre as diversas alternativas de estruturas segue sendo alvo de análises e debates nas mais distintas jurisdições⁵¹.

Com o objetivo de avaliar as tendências de maior concentração em poucos reguladores e de prevalência do modelo setorial à nível global, esse estudo analisou as dezenove jurisdições nacionais dos países membros do G-20⁵². Os achados demonstram que:

- conforme observado na Figura 1, quase $\frac{2}{3}$ dos países⁵³ apresentam modelos baseados em apenas um ou dois reguladores principais de seus sistemas financeiros nacionais (modelos semi-integrados ou integrados);

supervisão prudencial quanto de conduta dos segmentos bancário e de seguros, enquanto uma segunda agência é responsável pelo mercado de capitais (podendo ser por conduta e prudencial, ou apenas por uma delas). Ver: CALVO, Daniel; CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; PASCUAL GUTIÉRREZ, Oscar. Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis? **FSI Insights**, n. 8, 30 abr. 2018.

⁵¹ Em razão de relevantes idiossincrasias existentes nas distintas jurisdições e, consequentemente, dos modelos regulatórios adotados por cada país, as classificações possuem certo grau de subjetividade e, em muitos casos, podem ser divergentes entre diferentes estudos sobre o tema.

⁵² A escolha desta amostra se relacionou com sua relevância (os países membros do G-20 representam 85% do PIB mundial) e comparabilidade (o Brasil é um dos 19 membros do G-20).

⁵³ São, no total, onze países classificados nestas categorias. Adiciona-se ao grupo, também o Canadá que, apesar de não apresentar um modelo “puro” integrado ou semi-integrado, possui sua estrutura federal com fortes características do modelo *Twin Peaks*, com dois reguladores separados por objetivos na gestão de determinados setores financeiros à nível nacional.



- a Figura 2 também corrobora a tendência crescente de concentração regulatória, com mais da metade dos países analisados introduzindo/migrando para modelos regulatórios menos pulverizados desde o final do século XX;
- por outro lado, a eventual prevalência do modelo setorial não foi observada no grupo de países avaliados, com apenas seis jurisdições adotando o modelo setorial / funcional⁵⁴;
- apesar de não ser observada a prevalência do modelo setorial no conjunto dos países do G-20, percebe-se que seu uso está concentrado apenas nos países com economias em desenvolvimento neste grupo⁵⁵, fato também notado em estudos anteriores que demonstravam certo domínio deste modelo à nível global⁵⁶;
- apesar de serem encontradas e validadas certas tendências gerais, o estudo também demonstra que “não existe um sistema regulatório ótimo universal”, mas sim a constatação da adoção, por diversos países, daqueles modelos percebidos como os mais aderentes e factíveis para suas realidades históricas e conjunturais⁵⁷;
- a necessidade e a prática de adaptação dos modelos conceituais de estruturas reguladoras ao contexto e objetivos estratégicos locais tornam desafiador o uso de qualquer taxonomia para classificar as distintas jurisdições. Dificilmente uma jurisdição apresentará a aplicação “pura” de algum modelo conceitual, sendo mais comum a observação do uso de elementos diferentes de distintos modelos e/ou a inserção de elementos próprios, desenhados especificamente para atender às especificidades locais. Portanto, tentativas de classificações, como a elaborada neste estudo, devem ser vistas com cautela. Seu intuito principal é o de demonstrar tendências gerais e não o de qualificar categoricamente as jurisdições individualmente.

⁵⁴ Arábia Saudita, Argentina, Brasil, Índia, México e Turquia.

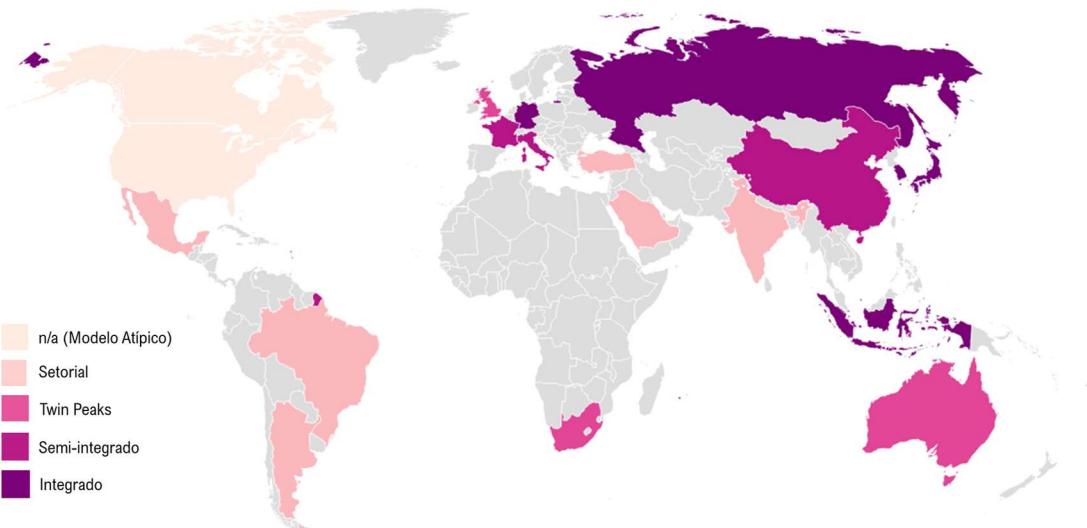
⁵⁵ Dentre os nove países do G-20 classificados como economias emergentes, em desenvolvimento ou apenas de alta renda, mas ainda não desenvolvidos, seis (Argentina, Arábia Saudita, Brasil, México, Turquia e Índia) foram classificados como setoriais. Rússia e Indonésia possuem sistemas integrados e a China adota o semi-integrado (Modelo de Duas Agências).

⁵⁶ Como, por exemplo, no estudo do BIS (*Bank for International Settlements*), de 2018, que demonstra a elevada dominância do modelo setorial entre os países não desenvolvidos. Para maiores detalhes ver: CALVO, Daniel; CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; PASCUAL GUTIÉRREZ, Oscar. Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis? **FSI Insights**, n. 8, 30 abr. 2018. P. 36.

⁵⁷ Por exemplo, os Estados Unidos que segue adotando uma estrutura própria, composta por significativo número de reguladores, em linha com seu modelo de desenvolvimento histórico descentralizado de gestão. Igualmente, países como México, Turquia e Índia, à despeito da tendência de consolidação de reguladores vista globalmente, vêm buscando soluções na direção oposta, com o crescimento do número de entes reguladores em suas jurisdições.

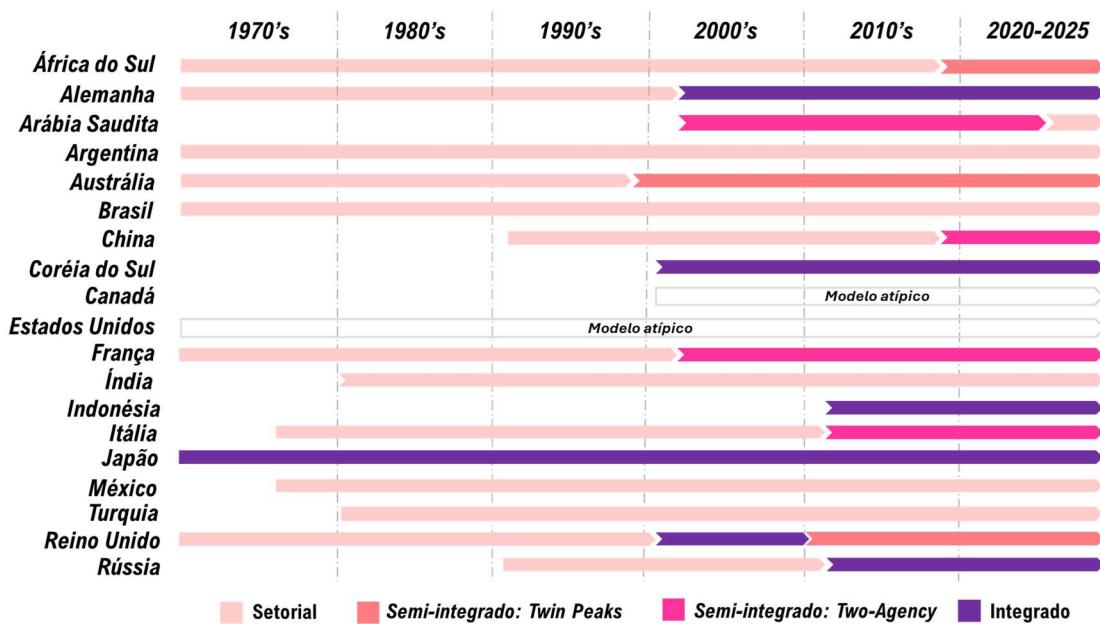


Figura 1 – Estruturas regulatórias vigentes - países-membros do G-20



Fonte: elaboração própria.

Figura 2 – Evolução das estruturas regulatórias - países-membros do G-20



Fonte: elaboração própria

Para maiores detalhes sobre o relatório de pesquisa e seus achados, ver Anexo 1: Modelos Regulatórios nos Sistemas Financeiros: Evolução e Tendências.

Por último, o estudo realizado também demonstra certo destaque na adoção mais recente de modelos semi-integrados. Por exemplo, dentre as seis jurisdições que migraram para modelos mais concentrados desde 2010, quatro (África do Sul, China, Itália e Reino Unido) adotaram estruturas semi-integradas.



Neste sentido, vêm ganhando ainda mais força os debates acerca do modelo semi-integrado *Twin Peaks*, adotado desde o início do século XXI não somente pela África do Sul e Reino Unido, mas também por outras nações não integrantes do G-20, como os Países Baixos, a Bélgica e a Nova Zelândia.

IV.2. A estrutura regulatória *Twin Peaks*

Focando mais especificamente no modelo *Twin Peaks*, esta seção busca trazer um panorama sobre aspectos históricos, conceituais e gerais sobre esta estrutura regulatória.

IV.2.1 – Evolução histórica

Apesar de ter sido introduzido originalmente na Austrália em 1998, o modelo conceitual do *Twin Peaks* foi formatado por Michael Taylor em 1995⁵⁸, como proposta para lidar com as alterações vividas pelo sistema financeiro britânico à época⁵⁹. Porém, devido a fatores contextuais, naquele momento sua implementação não foi levada adiante no Reino Unido⁶⁰.

No caso pioneiro da Austrália, sua principal motivação veio das conclusões do documento Relatório Wallis, elaborado no ano de 1996⁶¹, o qual buscava,

⁵⁸ Ver: TAYLOR, Michael. "Twin Peaks": A Regulatory Structure for the New Century. Centre for the study of financial innovation, 1995.

⁵⁹ Para o autor, a elevada pulverização da estrutura regulatória britânica do período não estava habilitada para lidar com a nova realidade e complexidade do sistema financeiro nacional, sobretudo com o fenômeno da diluição das fronteiras ("blurring of the boundaries") (i.e.: o fim das fronteiras clássicas existentes entre os diversos segmentos do mercado financeiro). Ver: SCHMULOW, Andrew. Twin peaks: A theoretical analysis. **CIFR Paper** nº. WP064/2015, 2015.

⁶⁰ Havia pouca margem política e real capacidade para absorver mudanças mais drásticas no modelo regulatório corrente. O partido conservador, então no poder, tinha apenas pequena maioria no Parlamento e estava envolvido com temas mais urgentes da Comunidade Europeia (momento da ratificação do tratado de Maastricht). Adicionalmente, a economia local ainda estava procurando administrar as consequências da crise econômica severa que o país atravessava e os próprios agentes do sistema financeiro (reguladores e regulados) não estavam dispostos a apoiar e nem demandavam mudanças no modelo vigente à época. Ver: TAYLOR, Michael W. The Three episodes of Twin Peaks. In: GODWIN, A.; SCHMULOW, A. (org.): **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation** (Cambridge Law Handbooks). Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

⁶¹ O princípio básico de suas 115 recomendações consistia em uma abordagem inovadora que incluía, em linhas gerais, a criação de uma entidade reguladora para a segurança e solidez das IFs locais (regulação prudencial) e a expansão e a dedicação exclusiva da Agência responsável pela conduta das IFs (regulação de conduta). Em resumo, uma adaptação do *Twin Peaks* para a jurisdição do país. Ver: CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 32-50.



proativamente, avaliar o desempenho do modelo financeiro do país⁶² e aprimorá-lo frente às inovações e mudanças contínuas no mercado financeiro local e global.

Foi, porém, a crise financeira global de 2008 que impulsionou as discussões e demandas pela adoção do modelo. Muitas instituições, incluindo o Fundo Monetário Internacional (FMI), concluíram que o *Twin Peaks* foi um dos fatores responsáveis pela maior resiliência da Austrália à crise. Desde então, ele vem sendo adotado (parcialmente ou integralmente) e debatido em diversas jurisdições ao redor do globo⁶³.

IV.2.2 – Características gerais

Algumas das principais características do modelo *Twin Peaks* são:

- **Divisão por objetivos (regulação prudencial e de conduta):** o poder regulatório é dividido por objetivos (e não por “segmentos”)⁶⁴;
- **Clareza nos objetivos e responsabilidades:** como diversas instituições podem ser reguladas por ambos os reguladores, há necessidade de clara definição e escopo de cada regulador⁶⁵;
- **Igualdade de poder:** não há prevalência de uma regulação ou entidade reguladora sobre a outra⁶⁶;
- **Multiplicidade de reguladores:** em geral, o modelo permite a coexistência com outros órgãos reguladores no sistema financeiro⁶⁷;
- **Governança / coordenação entre reguladores:** por não haver “hierarquia” entre os reguladores e tendo em vista a existência de diversas

⁶² Avaliar os resultados do intenso processo de desregulamentação promovido no sistema financeiro australiano durante os anos 1980s.

⁶³ Por exemplo, com a adoção integral em países como Reino Unido, Nova Zelândia e África do Sul, e a adoção de partes do modelo em países como França e Alemanha. Ver: SCHMULOW, Andrew. Twin peaks: A theoretical analysis. **CIFR Paper** nº WP064/2015, 2015.

⁶⁴ Sendo um objetivo a estabilidade do sistema financeiro (via regulação prudencial) e outra a regulação da conduta de mercado e proteção ao consumidor. Ver: SCHMULOW, Andrew. Twin peaks: A theoretical analysis. **CIFR Paper** nº WP064/2015, 2015.

⁶⁵ GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. Twin Peaks – The Legal and Regulatory Anatomy of Australia's System of Financial Regulation. **CIFR Paper** nº 074/2015, 09 set. 2015.

⁶⁶ Ambas devem ter a mesma importância e autoridade jurisdicional sobre suas funções. Prevalece a ideia de dois reguladores “separados, mas iguais”. Ver: SCHMULOW, Andrew. Twin peaks: A theoretical analysis. **CIFR Paper** nº WP064/2015, 2015.

⁶⁷ Como instituições responsáveis pela estabilidade financeira do sistema via política monetária (normalmente nas mãos dos Bancos Centrais), órgãos responsáveis pela defesa do consumidor em escopo mais amplo; entidades nacionais de defesa da concorrência, entre outros. Ver: CHITIMIRA, H.; MAVHURU, L. A comparative analysis of the design and implementation of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and Australia. **PER / PELJ**, v. 27, 2024.



áreas de potenciais conflitos entre os próprios entes reguladores e entre estes e o Banco Central Nacional⁶⁸, há necessidade de robusta governança - ou “coordenação efetiva” - entre tais reguladores⁶⁹;

- **Independência operacional:** preceito fundamental para órgãos reguladores, segundo os Princípios Fundamentais da Basileia;
- **Independência financeira:** característica desejável, tanto para garantir a qualidade dos serviços quanto a própria autonomia / liberdade do regulador;
- **Proteção contra responsabilidades legais (*liabilities*):** medida adicional para assegurar a autonomia e a eficiência dos reguladores, garantindo que seus profissionais não sejam responsabilizados por atos praticados no exercício ou no desempenho de suas funções⁷⁰;
- **Tolerância às falhas:** teoricamente, caso uma entidade não seja sistemicamente relevante, sua quebra pode ser admitida pelo modelo em tempos de estresse⁷¹;
- **Escopo amplo de atuação das agências:** em geral, o modelo atribui todos os setores do sistema financeiro para cada regulador⁷².

IV.2.3 – O papel dos Bancos Centrais Nacionais

O modelo original proposto por Michael Taylor, em 1995, propunha a existência de apenas dois reguladores independentes e externos ao Banco Central Nacional (um para regulação de conduta e outro para regulação prudencial). Apesar disso, experiências de implementação e debates do modelo demonstram a necessidade de melhor compreensão e escolha sobre o papel do Banco Central Nacional na estrutura regulatória do país.

Diante das características dos Bancos Centrais Nacionais em gerir elementos sistêmicos do sistema financeiro como um todo⁷³, os debates tocam,

⁶⁸ Caso a regulação prudencial não esteja integralmente internalizada no Banco Central Nacional.

⁶⁹ GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. Twin Peaks – The Legal and Regulatory Anatomy of Australia's System of Financial Regulation. **CIFR Paper** nº 074/2015, 09 set. 2015.

⁷⁰ Idem.

⁷¹ SCHMULOW, Andrew. Twin peaks: A theoretical analysis. **CIFR Paper** nº WP064/2015, 2015.

⁷² Em realidade, o aumento da complexidade do sistema financeiro torna cada vez mais ineficaz a divisão setorial ou por natureza da entidade regulada. Neste sentido, o modelo australiano, por exemplo, prefere dar enfoque ao produto ou serviço oferecido pela entidade regulada, independentemente de sua natureza ou procedência setorial.

⁷³ Em relação direta com seu papel de defensor da estabilidade financeira nacional.



principalmente, na interação da ação dos Bancos Centrais Nacionais com a regulação e o regulador prudencial do modelo *Twin Peaks*.

Com o passar dos anos, foi possível verificar que as ferramentas utilizadas pelos Bancos Centrais Nacionais para tratar crises sistêmicas são exclusivas do mesmo e podem incluir diversos itens, tais quais: a própria política monetária; a provisão de liquidez agregada nos mercados monetários; o papel do Banco Central Nacional como emprestador de última instância; e a supervisão dos sistemas de compensação e liquidação⁷⁴. Estes mecanismos impactam no interesse natural do Banco Central Nacional de influenciar a regulação e supervisão das IFs, ou seja, de agir também como o regulador microprudencial do sistema financeiro⁷⁵.

Por conseguinte, a aplicação prática do modelo *Twin Peaks* em diferentes jurisdições acaba sendo diretamente impactada pelas decisões sobre a localização do Banco Central Nacional dentro da estrutura regulatória nacional.

Neste sentido, além da necessidade da definição do arcabouço de cooperação entre os reguladores e o Banco Central Nacional⁷⁶, debate-se qual seria o eventual papel desta instituição, caso ela viesse a assumir competências de um eventual regulador prudencial no *Twin Peaks*.

Tendo em vista as experiências internacionais, percebe-se que não há um modelo único para tal desenho estrutural, pois este depende das circunstâncias específicas dos diferentes contextos⁷⁷. Em cada caso existem vantagens e desvantagens na alocação da regulação prudencial dentro do Banco Central Nacional ou com sua apropriação (total ou parcial) por uma agência externa ao Banco Central.

O quadro 2 lista alguns benefícios na escolha de internalizar o regulador prudencial dentro do Banco Central Nacional (“monopolístico”), bem como da opção de ter um regulador prudencial externo e independente ao Banco Central Nacional (“não monopolístico”). Cabe à cada jurisdição, com base em suas características e objetivos, definir qual formato serviria melhor ao seu modelo regulatório *Twin Peaks*.

⁷⁴ NIER, Erlend Walter. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. **IMF Working Paper**, nº 09/70, abril 2009.

⁷⁵ Por exemplo, como emprestador de última instância e como provedor de liquidez de mercado, o Banco Central Nacional acaba sendo impactado por exposições de IFs que possuem potencial de causar riscos sistêmicos.

⁷⁶ Com especial atenção na interação entre o Banco Central Nacional e o regulador prudencial.

⁷⁷ O modelo australiano, por exemplo, criou a APRA, agência externa e independente ao Royal Bank of Australia (RBA) para administrar sua regulação prudencial. Na África do Sul, por outro lado, foi criada uma pessoa jurídica própria (*Prudential Authority – PA*) para gerir a regulação microprudencial. Essa agência, porém, está internalizada e é administrada pelo Banco Central Nacional (SARB), que também é responsável pela regulação macroprudencial do país.



Quadro 2 – Comparação: agente prudencial dentro (“monopolístico”) versus fora (“não monopolístico”) do Banco Central Nacional

Monopolístico	Não Monopolístico
Sinergias e eficiências operacionais / custo.	Evita a concentração de poder das decisões econômicas nas mãos de uma entidade, sobretudo quando o Banco Central Nacional possui independência para conduzir a política monetária.
Apropriado para jurisdições sem experiência com reguladores independentes e com Bancos Centrais Nacionais dotados de forte autonomia e independência ⁷⁸ .	Diminuição da possibilidade de menosprezar determinados objetivos em detrimento de outros (ex.: macro x microprudencial) ⁷⁹ .
Consolidação de atividades com a emissão, distribuição, negociação, intermediação, administração e custódia de valores mobiliários.	Mais alinhado com os princípios básicos de Basileia III (sobre independência e autonomia dos reguladores).
Ganhos informacionais ⁸⁰ .	Diminui os eventuais conflitos de interesse entre o Banco Central Nacional e a agência prudencial ⁸¹ .
Potencial de maior efetividade da política monetária ⁸² .	Evita a tendência de prevalência da política monetária sobre a regulação prudencial quando realizadas em um mesmo regulador ⁸³ .
Facilitação da coordenação entre o Banco Central Nacional e a autoridade prudencial.	Evita a prevalência da cultura bancária sobre os demais segmentos financeiros ⁸⁴ .

⁷⁸ Exemplo: África do Sul. Ver: CHITIMIRA, H.; MAVHURU, L. A comparative analysis of the design and implementation of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and Australia. **PER / PELJ**, v. 27, 2024.

⁷⁹ Ver: MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. **Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?** 2018.

⁸⁰ Ganho de *inputs* importantes de mercado (vindos da atividade prudencial) para auxiliar atividades de diminuição dos riscos sistêmicos do Banco Central Nacional.

⁸¹ Exemplos: (i) como emprestador de última instância, o Banco Central Nacional fica mais exposto às pressões das IFs bancárias quando a regulação microprudencial está internalizada em si; (ii) diminuição dos conflitos entre a política macro do BC e seus objetivos prudenciais (como quando, existe a necessidade de aumento nas taxas de juros para conter a inflação, que se refletiriam em impacto negativo das mesmas nas carteiras de dívidas dos bancos; (iii) macro (monetária) x micro (regulatória), visto que a primeira tende a ser anticíclica enquanto a segunda seria o contrário, como quando, durante uma crise econômica, aumenta a pressão regulatória para garantir a qualidade da carteira de empréstimos dos bancos, enquanto a demanda da agenda econômica / monetária tenderia exatamente para o contrário (uma expansão do crédito)).

⁸² O Banco Central Nacional poderia utilizar a regulação prudencial como alavancador de seus objetivos monetários; p.ex.: poderia incrementar as restrições de liquidez das IFs bancárias para facilitar seus objetivos de uma política monetária restritiva.

⁸³ Ver: DERVAN, Helen; JENSEN, Simon. Twin Peaks Financial regulation in New Zealand. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 101.

⁸⁴ Relações, habilidades e cultura do Banco Central Nacional são, normalmente, focadas apenas na indústria bancária. Modelo separado lida melhor com isso ao deixar a multiplicidade de instituições (*banking, insurance, etc..*) a cargo do regulador prudencial. Conclusão do Relatório *Wallis*. Ver: GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. *Twin Peaks – The Legal and Regulatory Anatomy of Australia's System of Financial Regulation*. **CIFR Paper** nº 074/2015, 09 set. 2015.



Monopolístico	Não Monopolístico
O maior acesso e controle aos atores do mercado diminuem os riscos sistêmicos no Sistema de Pagamentos.	Diminui o risco de contágio reputacional ao Banco Central Nacional no caso de problemas com instituições reguladas pontuais ⁸⁵ .
Maior velocidade de resposta no caso de crises financeiras.	Diminui o risco de que o papel do Banco Central Nacional como “emprestador de última instância” para bancos seja percebido como extensível aos demais <i>atores</i> dos outros segmentos financeiros ⁸⁶ .
Facilitação do papel do Banco Central Nacional de “emprestador de última instância”, pois teria maiores condições de saber se o risco de determinada IF em crise é sistêmico ou não.	
Possibilidade de melhorias no arcabouço decisório tradicional da política monetária nacional ⁸⁷ .	
Compartilhamento de interesses entre política monetária e regulação prudencial ⁸⁸ .	

Fonte: elaboração própria.

De qualquer forma, independente da opção sobre o papel do Banco Central Nacional escolhido para o desenho do *Twin Peaks* local, o poder regulatório (em especial o prudencial) deverá sempre ser eficientemente coordenado com o Banco Central Nacional e com o Ministério da Fazenda (e/ou Tesouro Nacional) para garantir a estabilidade financeira do país.

⁸⁵ Exemplo: caso da HIH na Austrália, percebido como um problema das agências reguladoras e não do RBA. Porém, Nier (2009) aponta que, mesmo em caso de separação entre agências, a reputação do Banco Central Nacional é afetada por ele ser o responsável final pelos riscos sistêmicos (ex. caso Bear Stearns e Lehman Brothers, nos Estados Unidos). NIER, Erlend Walter. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. **IMF Working Paper**, n. 09/70, abril 2009.

⁸⁶ Também diminui “risco moral” na relação com bancos regulados (caso o Banco Central Nacional fosse provedor de liquidez e regulador prudencial, bancos regulados tenderiam a crer que seriam “salvos” pelo seu próprio ente supervisor). Ver: MASCIANDARO, D.; ROMELLI, D. Twin Peaks and Central Banks: economics, political economy and comparative analysis. In: GODWIN, A.; SCHMULOW, A. (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 51-68..

⁸⁷ Como o mercado financeiro tende a ser fortemente pró-cíclico e suscetível à geração de bolhas (aumento excessivo de crédito em tempos de crescimento) e os mecanismos tradicionais da política monetária não focam nisso (e sim em estabilização de preços, via taxa de juros), seria possível expandir a “visão” da política monetária (olhando para outros critérios, como crédito, leverage e preços dos ativos), que seriam mais facilmente obtidos com a função macroprudencial dentro do Banco Central Nacional. Ver: NIER, Erlend Walter. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. **IMF Working Paper**, n. 09/70, abril 2009.

⁸⁸ Em diversas situações, devido ao seu papel na estabilidade financeira, o Banco Central Nacional possui interesse legítimo na eficiência e resultados da regulação prudencial (ex. como emprestador de última instância e provedor de liquidez, deve atuar em casos com potencial sistêmico). Adicionalmente, a efetivação de riscos sistêmicos é algo extremamente custoso para o Banco Central Nacional (visto como guardião e, em última instância, órgão de resgate do sistema), portanto ele também possuiria real interesse na redução destes riscos, via ações macroprudenciais e microprudenciais (para reduzir a frequência em instituições com potencial sistêmico). Ver: NIER, Erlend Walter. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. **IMF Working Paper**, n. 09/70, abril 2009.



Em países que adotam o modelo *Twin Peaks*, um dos mecanismos de cooperação entre o regulador prudencial e o Banco Central Nacional é a obrigação daquele fornecer informações a este sempre que solicitado⁸⁹. Esse dever de assistência ao Banco Central Nacional está expresso, por exemplo, nos objetivos legais da PA e da FSCA (reguladores prudencial e de conduta, respectivamente, na África do Sul)⁹⁰. Também pode ser imposta obrigação de consulta do Banco Central Nacional aos reguladores do sistema financeiro, quando o Banco Central exercer os seus poderes de promover a estabilidade financeira do país⁹¹.

Além disso, a disparidade entre o modelo monopolístico e o não monopolístico pode ser menos nítida na prática, a depender do desenho institucional existente em determinada jurisdição. Por exemplo, no Reino Unido, desde 2016 o Bank of England exerce a função de regulador prudencial micro e macro⁹². Todavia, os setores do BoE que exercem, respectivamente, a regulação prudencial macro, a micro, e a política monetária, são separados entre si e possuem o mesmo nível hierárquico⁹³.

IV.2.4 – Benefícios do modelo *Twin Peaks*

Apesar do foco deste estudo não ser a comparação do modelo *Twin Peaks* com as demais alternativas de estruturas regulatórias, entende-se que seja relevante a compreensão de alguns benefícios esperados pela sua eventual implementação.

Muitos dos impactos positivos são, naturalmente, originados pelas próprias características gerais do modelo e devem, por conseguinte, ocorrer indistinto do grau de adaptação a ser utilizado para sua implementação em determinada jurisdição. De forma geral, podem ser destacados os seguintes benefícios:

⁸⁹ VAN HEERDEN, Corlia; VAN NIEKERK, Gerda. Twin Peaks in South Africa: a new role for the central bank. **Law and Financial Markets Review**, v. 11, n. 4, p. 154-162, 2017.

⁹⁰ Section 17(a) e (b) do Financial Sector Regulation Act, 2017.

⁹¹ Section 26(2) do Financial Sector Regulation Act, 2017.

⁹² Após o *Banking of England and Financial Services Act 2016*, o PRA deixou de ser uma agência subsidiária ao Banco Central Nacional para ser o próprio Banco Central. Assim, o BoE é a autoridade de regulação prudencial do sistema financeiro do Reino Unido, exercendo o seu poder por meio do comitê de regulação prudencial (o PRC). Veja-se a Section 12 do *Banking of England and Financial Services Act 2016*, que alterou a Section 2(A) do *Financial Services and Markets Act 2000* nesse sentido: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2016/14/section/12>. Acesso em: 21 jun. 2025.

⁹³ Do ponto de vista organizacional, porém, sobre a ótica regulatória, há prevalência da regulação macroprudencial sobre a microprudencial. Sobre a estrutura do BoE no Reino Unido, ver: <https://www.bankofengland.co.uk/about/governance-and-funding>. Acesso em: 20 jun. 2025.



- Resiliência e eficiência frente às crises financeiras⁹⁴;
- Clareza na definição e na compreensão dos objetivos de cada regulador⁹⁵;
- Capacidade de lidar com problemas sociais complexos⁹⁶;
- Eficiência para lidar com mercados financeiros mais sofisticados (alta complexidade) e amplos⁹⁷;
- *Accountability* e foco⁹⁸;

⁹⁴ Em tempos de crise, consegue, em teoria, tolerar impactos financeiros nas empresas (desde que tais empresas não sejam sistematicamente relevantes). Adicionalmente, apresenta-se como modelo mais efetivo para endereçar falhas de mercados pouco ou não-regulados, que são locais nos quais, potencialmente, tais crises podem surgir. Ver: SCHMULOW, Andrew. Twin peaks: A theoretical analysis. **CIFR Paper** nº WP064/2015, 2015.

⁹⁵ Objetivos gerais passam a ser claramente divididos, ficando a “mitigação do risco sistêmico” nas mãos do regulador prudencial e a “proteção ao consumidor” no regulador de conduta. Facilita compreensão das atribuições e responsabilidades das agências por parte das IFs e atores do setor financeiro. Ver: LLEWELLYN, David T. Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues. **World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs**, Washington DC, 6th and 7th June, 2006. P. 44.

⁹⁶ Por se tratar de “regulação por objetivos”, é menos prescritiva e, portanto, mais flexível, possibilitando maior capacidade de lidar com situações de alta complexidade (como crises financeiras). Adicionalmente, por estar associado com regulação por princípios, trabalha, naturalmente, com aspectos de finalidade de impacto social em sua própria formatação. Ver: MICHAEL, Bryane; GOO, Say Hak; WOJCIK, Dariusz. Does objectives-based financial regulation imply a rethink of legislatively mandated economic regulation? The case of Hong Kong and Twin Peaks financial regulation. **Capital Markets Law Journal**, v. 15, n. 1, p. 2020, 2014.

⁹⁷ O modelo foca nos riscos mais relevantes (sistêmicos), sem perda de energia em regular riscos menores. Também possuí maior foco nos objetivos e não em “processos” (rotinas) presentes no sistema financeiro local. Por último, possuí foco mais amplo de atuação (comparado aos modelos pulverizados) e, geralmente, se concentra na natureza dos produtos ou serviços ofertados e não na natureza jurídica do ente regulado, facilitando a supervisão de conglomerados financeiros e de novos modelos de negócio no sistema financeiro local. Ver: GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. Twin Peaks – The Legal and Regulatory Anatomy of Australia's System of Financial Regulation. **CIFR Paper** nº 074/2015, 09 set. 2015. KANG, Yuan; SCHMULOW, Andrew; GODWIN, Andrew. China's long march towards the twin peaks model of financial regulation. **Law and Financial Markets Review**, v. 15, 1–2, p. 116–147, 2021; MICHAEL, Bryane; GOO, Say Hak; WOJCIK, Dariusz. Does objectives-based financial regulation imply a rethink of legislatively mandated economic regulation? The case of Hong Kong and Twin Peaks financial regulation. **Capital Markets Law Journal**, v. 15, n. 1, p. 2020, 2014.

⁹⁸ Existência de objetivos claros e públicos para cada agência permite maior responsabilização das agências e cobrança por parte da sociedade. A existência de metas claras associadas aos objetivos e o acompanhamento do desempenho das agências também incrementa o nível de *accountability* dos reguladores deste modelo. Ver: GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Twin peaks and financial regulation: The challenges of increasing regulatory overlap and expanding responsibilities. **The International Lawyer**, v. 49, n. 3, p. 273-298, 2016; MICHAEL, Bryane; GOO, Say Hak; WOJCIK, Dariusz. Does objectives-based financial regulation imply a rethink of legislatively mandated economic regulation? The case of Hong Kong and Twin Peaks financial regulation. **Capital Markets Law Journal**, v. 15, n. 1, p. 2020, 2014.



- Especialização funcional e diminuição de conflitos de culturas⁹⁹;
- Economias de escala e de escopo¹⁰⁰;
- Menor risco de arbitragem regulatória (comparado aos modelos pulverizados) e de “brechas regulatórias¹⁰¹”;
- Diminuição do risco de sobreposições regulatórias para produtos e serviços similares¹⁰²;
- Diminuição de custos regulatórios aos agentes regulados (comparado aos modelos pulverizados)¹⁰³;

⁹⁹ Cada entidade reguladora, tendo em vista seus objetivos únicos, possui cultura distinta. Ver: KANG, Yuan; SCHMULOW, Andrew; GODWIN, Andrew. China's long march towards the twin peaks model of financial regulation. **Law and Financial Markets Review**, v. 15, 1–2, p. 116–147, 2021.

Reguladores de conduta tendem a ser dominados por “advogados” e reguladores prudenciais por contadores, economistas e especialistas em finanças. Ver: SCHMULOW, Andrew. Twin peaks: A theoretical analysis. **CIFR Paper** nº WP064/2015, 2015.

A especialização funcional, além de possibilitar maior eficiência via especialização de pessoal, também contribuí com a separação das culturas (com a contratação de expertise específica financeira e de negócios no agente prudencial e com um perfil de “enforcement” no regulador de conduta). Ver: GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Twin peaks and financial regulation: The challenges of increasing regulatory overlap and expanding responsibilities. **The International Lawyer**, v. 49, n. 3, p. 273-298, 2016; SOHN, Wook; VYSHNEVSKYI, legor. The Effectiveness of Financial Supervision Frameworks. **Journal of Accounting and Finance**, v. 20, n. 1, 2020.

¹⁰⁰ Ganho de sinergias ao ter distintos segmentos (ex.: bancário, seguradoras, etc.) em apenas uma entidade reguladora e aumento da possibilidade de compartilhamento de melhores práticas e do uso unificado de soluções para distintos segmentos. Ver: DE LUNA-MARTINEZ, José; ROSE, Thomas Gerrit. International Survey of Integrated Financial Sector Supervision. **World Bank Policy Research Working Paper** 3096, 8 jul. 2003; SCHMULOW, Andrew. Twin peaks: A theoretical analysis. CIFR Paper No. WP064/2015, 2015.

¹⁰¹ Divisão das competências dos reguladores baseada em fatores funcionais e institucionais (tipos de atividades ou natureza da entidade) aumenta a chance de brechas regulatórias; no sentido inverso, distribuição de competências baseada em objetivos diminui tal risco, visto que os conceitos são mais amplos e englobam todos os participantes do sistema financeiro e todas as atividades por eles oferecidas. Ver: MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. **Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?** 2018.

¹⁰² Exemplo: caso do “wealth management businesses” que tiveram regulações distintas na China, dependendo de quem os fornecia, visto que a regulação destes serviços nos bancos foi feita pela agência CBIRC, enquanto os mesmos serviços oferecidos por Securitizadoras foram regulados de forma distinta por outra agência (a CSRC). Ver: KANG, Yuan; SCHMULOW, Andrew; GODWIN, Andrew. China's long march towards the twin peaks model of financial regulation. **Law and Financial Markets Review**, v. 15, 1–2, p. 116–147, 2021.

¹⁰³ Ver: LLEWELLYN, David T. Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues. **World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs**, Washington DC, 6th and 7th June, 2006. P. 44.



- Potencial redução do risco sistêmico¹⁰⁴;
- Qualidade, consistência e desempenho supervisor e regulatório¹⁰⁵.

Vale ressaltar que, considerando todos os potenciais benefícios listados, a adoção de estruturas regulatórias menos pulverizadas em diversas jurisdições tem sido amplamente almejada, sobretudo como uma forma de: (i) endereçar o incremento da complexidade do sistema financeiro; e (ii) de alcançar as economias de escala e de escopo das estruturas regulatórias financeiras nacionais¹⁰⁶.

V.2.5 – Riscos inerentes ao modelo *Twin Peaks*

De maneira similar aos benefícios, as características inerentes ao modelo *Twin Peaks* também podem gerar riscos em sua utilização. Destacam-se os seguintes:

- Dependência geral do modelo de coordenação eficiente entre os reguladores¹⁰⁷;

¹⁰⁴ Empresas reguladas separadamente (prudencial e conduta), inclusive grandes bancos (grupo mais propenso a sofrer consequências de riscos sistêmicos) apresentam menor potencial de risco sistêmico comparado àquelas reguladas por um único regulador. Ver: CONLON, Thomas; HUAN, Xing. Scaling the Twin Peaks: systemic risk and dual regulation. **Economics Letters**, 2019.

¹⁰⁵ Diversos estudos apontam o potencial da “integração” gerar sólidos benefícios em termos de qualidade e consistência supervisória, e obter resultados superiores aos modelos pulverizados, incluindo: melhor geração de políticas macroprudenciais e de conduta de mercado; decréscimos nos prêmios de risco nacionais; relação positiva entre integração dos reguladores financeiros de um país e legalidade (intenção ou não de uma empresa empreender ações ilegais); dentre outros. Ver: CIHÁK, Martin; PODPIERA, Richard. Is one watchdog better than three? International experience with integrated financial sector supervision. **IMF Working Papers**, n. 2006/057, 2006. MICHAEL, Bryane; GOO, Say Hak; WOJCIK, Dariusz. Does objectives-based financial regulation imply a rethink of legislatively mandated economic regulation? The case of Hong Kong and Twin Peaks financial regulation. **Capital Markets Law Journal**, v. 15, n. 1, p. 2020, 2014.

¹⁰⁶ Ver: DE LUNA-MARTINEZ, José; ROSE, Thomas Gerrit. International Survey of Integrated Financial Sector Supervision. **World Bank Policy Research Working Paper** 3096, 8 jul. 2003; CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 32.

¹⁰⁷ Apesar de ser necessidade comum a qualquer modelo regulatório que divide autoridade entre distintas agências, as peculiaridades do *Twin Peaks* tornam o tema de coordenação ainda mais crítico para sua eficiência, pois:

(i) O desempenho regulatório de um “pico” (*peak*) é dependente do desempenho do outro “pico” (*peak*). Ver: GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Twin peaks and financial regulation: The challenges of increasing regulatory overlap and expanding responsibilities. **The International Lawyer**, v. 49, n. 3, p. 273-298, 2016;

(ii) Entidades sistêmicas do sistema financeiro são reguladas pelas duas agências, que possuem objetivos distintos, porém com mesma relevância regulatória, gerando riscos de arbitragem



- Duplicação de estruturas entre os reguladores¹⁰⁸;
- Risco associado com a quebra de entidades potencialmente não sistêmicas¹⁰⁹;
- Incompreensão de particularidades setoriais financeiras¹¹⁰;
- Poder excessivo¹¹¹;
- Perda de diversidade (comparado aos modelos pulverizados)¹¹²;

regulatória se não houver coordenação efetiva. Ver: CHITIMIRA, H.; MAVHURU, L. A comparative analysis of the design and implementation of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and Australia. **PER / PELJ**, v. 27, 2024; KANG, Yuan; SCHMULOW, Andrew; GODWIN, Andrew. China's long march towards the twin peaks model of financial regulation. **Law and Financial Markets Review**, v. 15, 1–2, p. 116–147, 2021;

(iii) Tendência de expansão do escopo de atuação da agência de conduta, com medidas prudenciais que possam garantir a integridade de mercado, sobretudo em entidades de baixo risco sistêmico e, consequentemente, fora do escopo do agente prudencial. Ver: MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. **Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?** 2018.

¹⁰⁸ Apesar de possuírem objetivos distintos, cabe a cada agência o dever de regular, supervisionar e inspecionar seus entes regulados.

¹⁰⁹ Modelo permite a “quebra” de instituições de modo individual, mas ainda não existe métodos que possam predizer com total segurança se tal quebra poderá acarretar contágio generalizado ou não. Ver: SCHMULOW, Andrew. Twin peaks: A theoretical analysis. **CIFR Paper** nº. WP064/2015, 2015.

¹¹⁰ Agências integradas podem não atender eficientemente as especificidades de distintos segmentos financeiros, como *banking*, seguros, *securities*, ... Ver: DE LUNA-MARTINEZ, José; ROSE, Thomas Gerrit. International Survey of Integrated Financial Sector Supervision. **World Bank Policy Research Working Paper** 3096, 8 jul. 2003.

¹¹¹ Quanto mais concentrado o poder regulatório maior será o poder do regulador e maior o risco de seu tamanho tornar-se fonte de burocracia interna. No caso do *Twin Peaks*, tal risco é maior no caso do regulador prudencial, muitas vezes incorporado ao Banco Central Nacional (entidade, usualmente, já detentora de grande independência e comando sobre a política macroeconômica local), gerando o potencial de criação de um verdadeiro “Leviatã burocrático”. Ver: LLEWELLYN, David T. Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues. **World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs**, Washington DC, 6th and 7th June, 2006.

¹¹² Busca de soluções mais harmonizadas e independentes das características dos segmentos financeiros podem gerar excesso de padronização. Excesso de tamanho e poder também pode levar ao risco de “pensamento de grupo” nas agências regulatórias, ou seja, na forma de tomada de decisão defeituosa que surge especialmente quando os membros de um grupo possuem formações semelhantes e estão isolados de opiniões externas. P.ex.: risco observado no modelo Neozelandês do regulador prudencial (*Reserve Bank of New Zealand* – RBNZ) que detém enorme poder (agência integrada e com regulação da estabilidade sistemática também). Ver: JENSEN, Simon. Prudential regulation in New Zealand: time to review the Reserve Bank of New Zealand Act 1989. **Buddle Findlay / Lexology**, 28 mar. 2018.



- Conflitos entre objetivos de desenvolvimento e regulação do sistema financeiro¹¹³.

Além dos riscos inerentes às suas próprias características, o modelo *Twin Peaks* também estará sujeito aos riscos gerais de qualquer estrutura regulatória existente¹¹⁴. Apesar disso, este modelo tem sido visto frequentemente como eventual alternativa regulatória para enfrentar os desafios decorrentes do desenvolvimento do sistema financeiro e crises globais financeiras. A fim de ilustrar esta afirmação, serão examinadas três experiências na próxima seção deste estudo: Austrália, Reino Unido e África do Sul.

¹¹³ Agências reguladoras (prudencial e conduta) normalmente possuem em seus mandatos não somente a função regulatória, mas também a de desenvolver seus mercados de atuação; atividades para desenvolvimento do mercado podem desfocar a agência de sua função regulatória, bem como ser, eventualmente contrária à natureza mais conservadora da atividade regulatória propriamente dita. Ver: KANG, Yuan; SCHMULOW, Andrew; GODWIN, Andrew. China's long march towards the twin peaks model of financial regulation. **Law and Financial Markets Review**, v. 15, 1–2, p. 116–147, 2021.

¹¹⁴ Por exemplo, o desafio de regular e supervisionar entidades não financeiras que interagem com o sistema financeiro e o risco de captura do regulador pelo mercado.



V. BENCHMARK INTERNACIONAL

Embora existam motivadores regulatórios e políticos comuns, a implementação do modelo *Twin Peaks* nas distintas jurisdições foi igualmente impactada por fatores locais únicos, associados tanto com fatos históricos quanto com as diferenças contextuais de cada jurisdição¹¹⁵. Como resultado, os países acabam por criar sua “versão própria e única”, percebida como uma adaptação do modelo original proposto por Michael Taylor, em 1995.

Considerando as nações que já adotaram o modelo, este trabalho elegeu fazer análises mais detalhadas de três jurisdições:

- **Austrália (1998)**: por ser pioneira e, consequentemente, por ter um modelo com maior histórico para avaliação, incluindo ajustes realizados nas últimas décadas;
- **Reino Unido (2012/13)**: por sua relevância econômica e financeira; e
- **África do Sul (2017)**: por ser a adoção mais recente e por ser a primeira nação em desenvolvimento a adotar o modelo.

A seguir, apresentam-se as características e o processo evolutivo do modelo adotado em cada um desses três países.

V.1. Austrália

A Austrália foi pioneira na adoção do *Twin Peaks*, com diversos fatores tendo contribuído para esse cenário.

Em 1990, as fronteiras existentes entre os mercados, produtos financeiros e as instituições financeiras começaram a ficar “borradas”¹¹⁶. Além disso, em virtude do rápido desenvolvimento de instrumentos tecnológicos aplicáveis ao mercado financeiro e da sua crescente acessibilidade, não apenas os produtos passaram

¹¹⁵ Ver QUMBA, Mmiselo Freedom. A comparative analysis of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and the United Kingdom. **South African Law Journal**, v. 139, n. 1, 2022.

¹¹⁶ Analisando alguns dos desafios enfrentados pelo modelo setorial que, assim como na Austrália dos anos 1990's, era o modelo prevalecente nos Países Baixos, Kremers e Schoenmaker destacam que: “Com a diluição das fronteiras setoriais entre as instituições financeiras, entre os mercados e entre os produtos, a eficácia desse modelo passou a ser pressionada, e os três supervisores setoriais, devido à falta de uma missão claramente definida, começaram a desperdiçar energia em disputas de competência, em vez de concentrar seus esforços em alcançar excelência dentro de suas respectivas áreas de atuação.” (tradução livre). Ver: KREMERS, Jeroen; SCHOENMAKER, Dirk. **Twin peaks: Experiences in the Netherlands**. Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, 2010. P. 1.

Um cenário semelhante foi apontado no inquérito do governo australiano: Ver: AUSTRALIAN TREASURY. **Financial System Inquiry (1996) Final Report**. Canberra: Australian Treasury, 01 mar. 1997. P. 7.



a ser mais complexos, como também a base de investidores e de ofertantes foi alargada¹¹⁷, tendo sido criados “canais de distribuição que, em alguns casos, se expandem para além das tradicionais categorias de bancos, seguros e transações financeiras”¹¹⁸.

A esse cenário somava-se a elevada concentração do setor bancário australiano, o que aumentava os riscos de sobreposição regulatória e conflitos de interesse entre as funções de regulação de conduta e regulação prudencial, caso essas fossem desempenhadas simultaneamente por diferentes agências reguladoras em um modelo setorial¹¹⁹.

A fim de endereçar estes problemas, o governo australiano estabeleceu, em 1996, o Inquérito do Sistema Financeiro (*Financial System Inquiry*), sob a liderança do congressista Stan Wallis – popularmente conhecido como o Inquérito Wallis¹²⁰, que resultou no chamado Relatório Wallis, datado de 1º de março de 1997¹²¹.

O documento apresenta três vetores de transformação que impactaram o setor financeiro australiano¹²²: (i) mudança nas necessidades dos consumidores¹²³; (ii)

¹¹⁷ Ver: AUSTRALIAN TREASURY. **Financial System Inquiry (1996) Final Report**. Canberra: Australian Treasury, 01 mar. 1997. P. 94.

¹¹⁸ Idem, p. 3.

¹¹⁹ GODWIN, Andrew. Australia's trek towards twin peaks—Comparisons with South Africa. **Law and Financial Markets Review**, v. 11, n. 4, p. 183-193, 2018. P. 183.

¹²⁰ Estabelecido em 1996, buscava avaliar o impacto da desregulamentação implementada na Austrália; identificar os principais vetores de mudança no SFN; e fazer recomendações para lidar com essas mudanças. Ver: HARPER, Ian R. The Wallis report: an overview. **Accountability and Performance**, v. 3, n. Dec 1997, p. 7-25, 1997. P. 288.

¹²¹ AUSTRALIAN TREASURY. **Financial System Inquiry (1996) Final Report**. Canberra: Australian Treasury, 01 mar. 1997.

¹²² AUSTRALIAN TREASURY. **Financial System Inquiry (1996) Final Report**. Canberra: Australian Treasury, 01 mar. 1997. P. 75.

¹²³ Decorrente dos seguintes aspectos: (i) envelhecimento da população, com o aumento da expectativa de se usufruir de renda na aposentadoria; (ii) mudanças gerais de relação dos consumidores com estudos e trabalho; (iii) melhor acesso à informação e aumento da conscientização do investidores sobre o preço e as características do produto; e (iv) maior familiaridade com o uso de tecnologias alternativas para investimento, resultando em “mais famílias perseguindo meios mais baratos e convenientes de acesso a serviços financeiros”. Ver: AUSTRALIAN TREASURY. **Financial System Inquiry (1996) Final Report**. Canberra: Australian Treasury, 01 mar. 1997. P. 88.



novas tecnologias e habilidades¹²⁴; e (iii) mudanças na regulação dentro de um amplo espectro¹²⁵.

Uma das principais propostas do Relatório Wallis foi a adoção do modelo *Twin Peaks*, que contou com duas grandes mudanças. A primeira delas representou a implementação oficial de tal modelo, em 1º de julho de 1998, momento em que a Austrália deixou de utilizar o modelo de regulação setorial¹²⁶ e estabeleceu a Autoridade Australiana de Regulação Prudencial (*Australian Prudential Regulation Authority* - APRA) como reguladora prudencial, voltada principalmente aos setores bancário, securitário e de previdência complementar¹²⁷.

A segunda grande mudança veio com a ampliação de competências da Comissão de Valores Mobiliários e Investimentos Australiana (*Australian Securities and Investments Commission* - ASIC), antes denominada *Australian Securities Commission* (ASC). Criada em 1989¹²⁸, a ASC era responsável por regular companhias, valores mobiliários e a indústria de futuros¹²⁹. No entanto, o Relatório Wallis recomendou a ampliação de suas competências¹³⁰ para abranger o sistema financeiro australiano em geral, com ênfase na promoção da

¹²⁴ Atua no sentido de “facilitar a condução de atividades financeiras em casas, ambientes de trabalho e outros lugares fisicamente distantes dos prestadores de serviço, reduzindo custos e barreiras de entrada a novos competidores”. Entre os exemplos trazidos pelo Relatório Wallis, estão os meios eletrônicos para pagamentos e serviços financeiros, além da competição dos mercados organizados e das bolsas com os sistemas eletrônicos de compra e venda de ativos. Ver: AUSTRALIAN TREASURY. **Financial System Inquiry (1996) Final Report**. Canberra: Australian Treasury, 01 mar. 1997. P. 98-99.

¹²⁵ O terceiro vetor de mudança se relaciona à integração dos mercados globais por meio de transformações regulatórias, aumentando a interdependência entre os países e resultando no surgimento e/ou na disseminação de produtos como câmbio, swaps de câmbio e contratos futuros de câmbio. Ver: AUSTRALIAN TREASURY. **Financial System Inquiry (1996) Final Report**. Canberra: Australian Treasury, 01 mar. 1997. P. 125.

¹²⁶ GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew. The Financial Sector Regulation Bill in South Africa: lessons from Australia. **CIFR Paper** nº 52/2015, 27 jan. 2015. P. 7.

¹²⁷ As entidades reguladas pela APRA, conforme disposto na Parte 1, Artigo 3(2) do Australian Prudential Regulation Authority Act 1998, são as reguladas pela Lei dos Bancos (Banking Act 1959), pela Lei dos Seguros (Insurance Act 1973), pela Lei dos Seguros de Vida (Life Insurance Act 1995), pela Lei da Previdência Complementar (Superannuation Industry (Supervision) Act 1993) e pela Lei dos Fornecedores de Contas de Poupança para a Aposentadoria (Retirement Savings Account Act 1997). Ver: AUSTRALIA. **Australian Prudential Regulation Authority Act 1998**. Canberra: Federal Register of Legislation, versão de 29 jun. 1998.

¹²⁸ A ASIC foi criada a partir do Australian Securities Commission Act 1989, sendo originalmente denominada Australian Securities Commission ASC. Ver: AUSTRALIA. **Australian Securities Commission Act 1989**. Australia, 1989.

¹²⁹ AUSTRÁLIA. **Australian Securities Commission Act 1989**. Seção 3.

¹³⁰ Uma das recomendações do Relatório Wallis foi a criação de um único agente regulador da integridade do mercado e de proteção ao consumidor no sistema financeiro australiano, “combinando a Comissão de Valores Mobiliários Australiana (Australian Securities Commission), a parte da Comissão de Seguros e Fundos de Pensão (Insurance and Superannuation Commission) que trata de divulgação de informações (*disclosure*), vendas e aconselhamento (*advice*), e os códigos de prática tutelados pelo Conselho do Sistema de Pagamentos Australiano (Australian Payments System Council)”. Relatório Wallis, p. 235.



confiança dos investidores e consumidores no sistema financeiro¹³¹. A alteração do nome de ASC para ASIC ocorreu em 2001, refletindo essa nova abrangência institucional.

Dois aspectos próprios do modelo australiano merecem destaque: (1) a independência do regulador prudencial, a APRA, em relação ao Banco Central Australiano (*Reserve Bank of Australia - RBA*)¹³²⁻¹³³; e (2) a forma de ação coordenada, baseada em “soft law”, existente entre os reguladores.

Sobre o aspecto de independência da APRA em relação ao RBA, ressalta-se que a justificativa para tal está centrada nos potenciais conflitos de interesse que podem surgir entre os respectivos agentes, sobretudo no tocante às funções de política monetária (função exclusiva do RBA) e da regulação prudencial¹³⁴.

Contudo, os funcionários do RBA foram “compartilhados” com a APRA, assegurando, assim, que essa autoridade reguladora “tivesse a capacitação necessária para desempenhar suas funções”¹³⁵ de maneira satisfatória. Além disso, contribuiu para construir a base de coordenação e cooperação futuras entre os dois órgãos (APRA e RBA).

A respeito da coordenação entre os reguladores, cabem alguns comentários. A atuação coordenada entre a APRA e o RBA ocorre menos em razão de previsão legal (*hard law*) do que em função de aspectos culturais e de *soft law* entre os órgãos responsáveis pela tutela do sistema financeiro australiano¹³⁶. Como ressaltado no Relatório sobre Inquérito do Sistema Financeiro Australiano¹³⁷, “uma revisão do panorama regulatório australiano realça um mecanismo claramente definido para ações de cooperação e coordenação entre autoridades reguladoras. Como base dessas estruturas, está uma cultura de cooperação e colegialidade”.

¹³¹ Australian Securities and Investments Commission Act (2001), Section 1(2).

¹³² GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). **The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation**. Cambridge University Press, 2021. P. 4.

¹³³ A independência do APRA em relação ao RBA destoa das demais jurisdições que adotaram o *Twin Peaks*, como, por exemplo, o Reino Unido (objeto da próxima seção), no qual a *Prudential Regulation Authority* é uma forma de atuação do BoE por meio de um comitê próprio, o *Prudential Regulation Committee*.

¹³⁴ GOODHART, Charles Albert Eric. Institutional Separation between Supervisory and Monetary Agencies (1993) (with Dirk Schoenmaker). In: **The Central Bank and the Financial System**. London: Palgrave Macmillan UK, 1995.

¹³⁵ GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew. The Financial Sector Regulation Bill in South Africa: lessons from Australia. **CIFR Paper** nº 52/2015, 27 jan. 2015. P. 7.

¹³⁶ GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew. The Financial Sector Regulation Bill in South Africa: lessons from Australia. **CIFR Paper** nº 52/2015, 27 jan. 2015. P. 9-10.

¹³⁷ AUSTRÁLIA. **Financial System Inquiry – Interim Report**. Austrália, 2014. P. 119.



Existe, por exemplo, o Conselho dos Reguladores Financeiros (*Council of Financial Regulators* - CFR), que não está previsto em lei¹³⁸ e reúne a APRA, a ASIC, o RBA e o Tesouro para uma atuação regulatória coordenada¹³⁹. Essa característica de cooperação e coordenação é apontada como tendo sido crucial para a resposta positiva do sistema financeiro australiano à crise financeira de 2008, em contraste aos sistemas de outros países que demoraram para reagir a ela¹⁴⁰.

V.2. Reino Unido

Até a crise financeira global de 2008, o sistema financeiro do Reino Unido era organizado em uma estrutura tripartite¹⁴¹, composta pelo Tesouro (Treasury), o Banco Central da Inglaterra (Bank of England - BoE) e a Autoridade de Serviços Financeiros (Financial Services Authority - FSA).

A FSA foi criada em 2001, pelo *Financial Services and Markets Act 2000*¹⁴², com os seguintes objetivos regulatórios¹⁴³: promover a confiança do mercado; conscientizar a população; proteger os consumidores; e reduzir crimes financeiros.

A FSA engloba tanto funções de regulação de conduta quanto de regulação prudencial, razão pela qual foi classificada pela doutrina como um “regulador unificado” ou um “super regulador”¹⁴⁴ em uma estrutura centralizada de supervisão do sistema financeiro.

Em 2009, após a crise financeira global de 2008 e o quase colapso do sistema financeiro do Reino Unido, foi publicado o estudo “*The Turner Review: A*

¹³⁸ O CFR (*Council of Financial Regulators*) é um órgão não estatutário, sem poderes formais regulatórios ou de formulação de políticas. Ele atua, somente, como um meio de cooperação e coordenação entre seus participantes. Destaques originais. Ver: COUNCIL OF FINANCIAL REGULATORS. About. **CFR**, 2025.

¹³⁹ Sobre a composição do CFR: este Conselho é composto por dois representantes de cada uma das quatro agências membros, sendo presidido pelo Presidente do RBA, que também fornece o Secretário deste Conselho. As reuniões são, no mínimo, trimestrais, e têm o objetivo de trocar informações, discutir reformas e coordenar respostas a ameaças à estabilidade financeira, além de oferecer aconselhamento conjunto ao Governo Australiano. Tem-se, assim, um exemplo de arquitetura institucional não previsto em lei para coordenar as ações das entidades regulatórias do sistema financeiro australiano, exemplificando a cultura existente na Austrália de coordenação entre as instituições do país. CFR. Organisation. Ver: COUNCIL OF FINANCIAL REGULATORS. Organisation. **CFR**, 2025.

¹⁴⁰ AUSTRÁLIA. *Financial System Inquiry – Interim Report*. Austrália, 2014. P. xxxvi.

¹⁴¹ UK PARLIAMENT. *Draft Financial Services Bill (Joint Committee)*. UK Parliament, 2011.

¹⁴² REINO UNIDO. *Financial Services and Markets Act 2000*. UK Public General Acts, 2000.

¹⁴³ Seção I, Artigo 2(2). REINO UNIDO. *Financial Services and Markets Act 2000*. UK Public General Acts, 2000.

¹⁴⁴ GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. A jurisdictional comparison of the twin peaks model of financial regulation. *Journal of Banking Regulation*, v. 18, p. 103-131, 2017b, p. 3.



*regulatory response to the global banking crisis*¹⁴⁵, sugerindo medidas regulatórias a serem tomadas para evitar outra crise da mesma magnitude. Ainda segundo o documento, os principais desafios regulatórios resultavam das diferenças sistêmicas entre a regulação dos bancos e a de outras atividades do sistema financeiro¹⁴⁶.

Com o debate gerado após este estudo, surgiu um intenso movimento no Parlamento Britânico (acolhido, inclusive, pela Coroa Britânica), para a superação do modelo tripartite britânico¹⁴⁷. Começaram, então, a ser feitas consultas públicas sobre o novo modelo regulatório: a primeira em julho de 2010¹⁴⁸ e a segunda em fevereiro de 2011¹⁴⁹. Já na primeira consulta, a Coroa Britânica reconheceu que o modelo tripartite falhou em: (i) identificar os problemas que levaram à crise; (ii) mitigá-los antes de levarem à instabilidade do sistema financeiro; e (ii) lidar de forma adequada com a crise de 2008, quando esta estourou¹⁵⁰.

¹⁴⁵ FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. **The Turner Review - A regulatory response to the global banking crisis.** FSA, mar. 2009.

¹⁴⁶ FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. **The Turner Review - A regulatory response to the global banking crisis.** FSA, mar. 2009. P. 53.

¹⁴⁷ Vide, nesse sentido:

(i) Resumo dos comentários do Sir Paul Tucker, Deputy Governor do Bank of England em 2009, feitos na conferência sobre o Turner Review, sediada em 27 de março de 2009. Ver: BANK OF ENGLAND. **Speech - Remarks given by Paul Tucker, Deputy Governor, Financial Stability, Bank of England.** Turner Review Conference, The Queen Elizabeth II Conference Centre, London, 27 mar. 2009.

(ii) a resposta do Financial Services Research Forum. Ver: FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA). **The Turner Review - A regulatory response to the global banking crisis.** FSA, mar. 2009.

(iii) matéria de Graeme Wearden publicada no The Guardian sobre o Turner Review (Wearden (2009). Ver: WEARDEN, Graeme. Turner review: the key recommendations. **The Guardian**, 18 mar. 2009.

¹⁴⁸ HM TREASURY. **A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability.** The Stationery Office Limited, jul. 2010.

¹⁴⁹ HM TREASURY. **A New Approach to Financial Regulation: Building a stronger system.** The Stationery Office Limited, fev. 2011.

¹⁵⁰ Foram apontadas falhas do Sistema tripartite em diversas áreas de atuação, incluindo, dentre outros: na identificação dos problemas que estavam surgindo, na mitigação dos mesmos e, posteriormente, na própria gestão da crise. Além disso, A consulta identificou uma série de contradições no modelo tripartite britânico, dentre elas o fato de “alocar a responsabilidade por toda a regulação financeira nas mãos de um único e monolítico regulador, a Autoridade de Serviços Financeiros (FSA), da qual se espera o enfrentamento de problemas que vão desde a segurança e a integridade dos maiores bancos de investimento globais, às práticas consumeristas do menor dos assessores de investimentos”. Ver: HM TREASURY. **A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability.** The Stationery Office Limited, jul. 2010. P. 3.

Adicionalmente, apontou-se a tendência da prevalência da regulação de conduta na FSA (em detrimento da regulação prudencial) como mais uma das debilidades do modelo britânico à época que ajudaram na geração da propagação da crise financeira global de 2008 no Reino Unido. Ver:



Em junho de 2011, foi apresentada a minuta da Lei dos Serviços Financeiros (*Financial Services Bill - FSB*)¹⁵¹, e, no mês seguinte, foi formado o Comitê Conjunto sobre a minuta da Lei dos Serviços Financeiros (*Joint Committee on the draft Financial Services Bill - JCFSB*)¹⁵², este composto por 12 membros, sendo 6 da Câmara dos Comuns (MPs) e outros 6 da Câmara dos Lordes (*peers*)¹⁵³.

Em 2012, a partir das propostas da FSB, foi editado o *Financial Services Act* 2012, que eliminou o modelo tripartite e instituiu o *Twin Peaks* no Reino Unido (oficialmente em vigor a partir de 2013)¹⁵⁴. Com o objetivo de separar a regulação prudencial da supervisão voltada à proteção do consumidor e à conduta nos mercados¹⁵⁵, até então exercida pelo FSA, esta agência foi substituída por duas novas: a Autoridade da Conduta Financeira (*Financial Conduct Authority - FCA*) e a Autoridade de Regulação Prudencial (*Prudential Regulation Authority - PRA*).

A FCA é responsável pela regulação da conduta de mercado e pela proteção do consumidor. Suas competências são¹⁵⁶: (i) regular os padrões de conduta nos mercados de varejo e atacado; (ii) supervisionar as infraestruturas de negociação que sustentam esses mercados; (iii) supervisionar, do ponto de vista prudencial, as instituições que não são reguladas pela PRA; e (iv) exercer as funções da *UK Listing Authority* (UKLA), referente à listagem de valores mobiliários nas bolsas do Reino Unido.

A PRA, por sua vez, é a responsável por exercer a regulação prudencial diretamente sobre os agentes regulados do sistema financeiro¹⁵⁷. Inicialmente, a PRA tinha o *status* de subsidiária do BoE. Em 2016, foi editada uma nova lei, *Bank of England and Financial Services Act 2016*, que incorporou a PRA à estrutura interna do BoE - ou seja, a PRA continua a existir, mas no âmbito do

TAYLOR, Michael W. The Three episodes of Twin Peaks. In: GODWIN, A.; SCHMULOW, A. (org.): *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 30.

¹⁵¹ A primeira minuta da FSB já propunha a extinção da FSA, com a criação da FCA, do PRA e do FPC. Contudo, como apontado pelo JCFSB, falhou em criar mecanismos de incentivo à cultura, ao foco e à filosofia regulatória entre os agentes. Ver: UK PARLIAMENT. *Draft Financial Services Bill (Joint Committee)*. UK Parliament, 2011.

¹⁵² O JCFSB preparou um documento de 1.111 páginas de manifestações de agentes do sistema financeiro britânico pontuando que uma mudança significativa na cultura e filosofia regulatórias das autoridades britânicas seria imprescindível para o sucesso das reformas propostas. Ver: UK PARLIAMENT. Joint Committee on the Draft Financial Services Bill: written evidence. 2011.

¹⁵³ UK PARLIAMENT. *A Government response to the Joint Committee*. UK Parliament, 2012. P. 47.

¹⁵⁴ FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA). *FSA Annual Report 2012/13 - Regulatory reform*. FSA, 2013.

¹⁵⁵ UK PARLIAMENT. *Financial Regulation: a preliminary consideration of the Government's proposals - Treasury Contents*. UK Parliament, 2011.

¹⁵⁶ BANK OF ENGLAND; FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *Memorandum of Understanding between the Financial Conduct Authority (FCA) and the Prudential Regulation Authority (PRA)*. London: Bank of England; FCA, 18 jul. 2019.

¹⁵⁷ Artigo 2B(2) do Financial Services and Markets Act 2000, alterado pelo Artigo 6 do Financial Services Act 2012.



BoE. Esta lei criou também o Comitê de Regulação Prudencial (*Prudential Regulation Committee* – PRC)¹⁵⁸, responsável por definir as diretrizes da regulação prudencial (o PRC também compõe a estrutura do BoE).

Outra medida importante trazida pelo *Financial Services Act* 2012 foi a implementação do Comitê de Política Financeira (*Financial Policy Committee* - FPC) - o que, assim como as outras duas agências (FCA e PRA), também ocorreu em 2013. O FPC é um órgão interno ao BoE, responsável pela estabilidade financeira. É por meio deste Comitê que são identificados e monitorados os riscos e as ameaças à resiliência do sistema financeiro do Reino Unido¹⁵⁹. Dessa forma, o BoE fortalece sua função de regulação prudencial macro ou sistêmica. Tal fato representa uma característica excepcional do *Twin Peaks* britânico, que assume a existência de prevalência entre as distintas regulações, sendo assim dada prioridade à regulação macroprudencial sobre as demais¹⁶⁰.

Após o *Brexit*, foi promulgado o *Financial Services Act* 2021, que manteve a estrutura geral do *Twin Peaks* do Reino Unido, e buscou implementar plenamente os princípios da Basileia III¹⁶¹ para a regulação do sistema financeiro¹⁶².

No dia 18 de junho de 2025, entrou em vigor o *Financial Services and Markets Act* 2023, que revogou as regras de regulação do sistema financeiro da União Europeia ainda remanescentes no Reino Unido¹⁶³. Além disso, submeteu ao FCA, ao PRA e ao BoE o poder de substituir as normas da União Europeia¹⁶⁴. Outra mudança introduzida pela citada lei foi o poder concedido ao Tesouro (*HM Treasury*) de exigir dos reguladores a observância a temas específicos ao criarem suas regras¹⁶⁵.

¹⁵⁸ Mudança trazida pelo *Bank of England Act* 2016, que criou o PRC, com o mesmo nível hierárquico do *Monetary Regulation Committee* (“MPC”), e acabou com o status de subsidiariedade da PRA em relação ao BoE – que foi, ao invés disso, incorporado ao BoE sob a tutela do PRC, mantendo sua autonomia de atuação diante dos outros departamentos internos do BoE. Para mais detalhes, ver: HM TREASURY. **Bank of England Bill: Technical consultation**. The Stationery Office Limited, ju. 2015 (última atualização em out. 2017).

¹⁵⁹ BANK OF ENGLAND. Financial Policy Committee - Overview. BoE, 2025.

¹⁶⁰Ver: HM TREASURY. **A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability**. The Stationery Office Limited, jul. 2010. P. 4.

¹⁶¹ Sobre a Basileia III, ver: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS. Basel III: international regulatory framework for banks. Basel: BIS, s.d. Disponível em: <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>. Acesso em: 21 jul. 2025.

¹⁶² REINO UNIDO. **Financial Services Act 2021 - Explanatory notes - Policy background**. UK Public General Acts, 2021.

¹⁶³ REINO UNIDO. **Financial Services and Markets Act 2023 - Explanatory notes - Policy background**. UK Public General Acts, 2023.

¹⁶⁴ REINO UNIDO. **Financial Services and Markets Act 2023 - Explanatory notes - Policy background**. UK Public General Acts, 2023.

¹⁶⁵ REINO UNIDO. **Financial Services and Markets Act 2023 - Explanatory notes - Policy background**. UK Public General Acts, 2023.



Sendo assim, de forma geral, assume-se que o *Twin Peaks* britânico reflete as peculiaridades de ter um claro viés de prevalência dos objetivos macroprudenciais sobre os demais (microprudencial e de conduta/proteção ao consumidor)¹⁶⁶ e de se ater a mecanismos de *hard law* para sua constituição e atuação.

V.3. África do Sul

A crise financeira de 2008 impactou fortemente a economia da África do Sul. Apesar disso, o sistema financeiro do país conseguiu, de maneira geral, sair relativamente ileso deste desafio¹⁶⁷.

À época, a estrutura financeira sul-africana era baseada no modelo setorial. Embora tenha se mostrado sólida frente à referida crise, o cenário motivou o governo a buscar endereçar diversas lacunas e desafios observados no formato regulatório financeiro vigente à época, tais quais¹⁶⁸: (i) diminuição da debilidade regulatória local na proteção ao consumidor e na supervisão de conduta dos atores do mercado financeiro; (ii) necessidade de aumentar transparência e *accountability* nos mercados financeiros; e (iii) comprometimento com organismos internacionais de implementar um quadro regulatório sólido e seguro (em linha com padrões e tendências internacionais).

Adicional aos itens anteriores¹⁶⁹, o Tesouro local observou que a reforma poderia auxiliar a lidar com outros desafios, como: (i) o aumento da complexidade dos produtos e mercados financeiros (diluição das fronteiras setoriais - “*the blurring of sectoral boundaries*”); e (ii) o alto nível de concentração do setor bancário local¹⁷⁰.

A implementação do modelo foi realizada em duas etapas e regulamentada por ato legal único, o *Financial Sector Regulation Act* 9 de 2017 (FSR Act). A primeira

¹⁶⁶ Por definição e escolha estratégica nacional, existem mecanismos que garantem ao FPC o poder de direcionar medidas da PRA e da FCA, sempre que necessário na gestão dos riscos sistêmicos do sistema financeiro local.

¹⁶⁷ Destaque dado pelo próprio FMI, que viu, dentre outros motivos, a eficiente supervisão prudencial dos bancos locais como uma das razões para esse desempenho. RAMCHARAN, Rodney. IMF Survey: Sound Policies Shield South Africa from Worst of Recession. **IMF Country Focus**, set. 2009.

¹⁶⁸ As motivações para a adoção da reforma rumo ao *Twin Peaks* foram articuladas no documento governamental “A safer financial sector to serve South Africa better”, conhecido como “Livro Vermelho”.

¹⁶⁹ Os quais o governo sul-africano comprometeu-se internacionalmente a solucionar e que naturalmente levaram à seleção do *Twin Peaks* como estrutura regulatória do sistema financeiro nacional.

¹⁷⁰ A separação entre regulação prudencial e de conduta do *Twin Peaks* poderia reduzir os riscos de sobreposições regulatórias e de conflito de interesse na supervisão destas entidades. Ver: QUMBA, Mmisoelo Freedom. A comparative analysis of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and the United Kingdom. **South African Law Journal**, v. 139, n. 1, 2022.



fase incluiu a formulação e implementação de regulação abrangente para empoderar os novos reguladores nacionais. A segunda etapa focou na harmonização¹⁷¹ da legislação financeira e no desenvolvimento da legislação de conduta das IFs.

Quanto à divisão de responsabilidades entre os órgãos reguladores, o modelo implementado apresentou certas características distintas frente ao modelo original¹⁷² incluindo:

- Criação da agência prudencial, *Prudential Agency* (PA), como pessoa jurídica pertencente e administrada pelo Banco Central Nacional (*South African Reserve Bank* - SARB). Suas responsabilidades abrangem regulação microprudencial¹⁷³ e promoção da competição sustentável na indústria financeira local, com escopo supervisor sobre bancos, seguradoras e fundos de pensão; e
- Criação da agência de conduta do mercado, *Financial Sector Conduct Authority* (FSCA), que entrou em operação no dia 01 de abril de 2018. A FSCA é uma entidade pública independente do SARB, sendo responsável pela proteção dos consumidores de serviços financeiros e pela promoção da confiança no sistema financeiro nacional, por meio da supervisão e regulação da conduta de todos os prestadores de serviços financeiros. Porém, diferentemente de alguns outros modelos *Twin Peaks*, a responsabilidade da regulação do crédito ao consumo ficou com o *National Credit Regulator* (NCR), que responde para o Departamento de Comércio, Indústria e Competição¹⁷⁴.

Além disso, o próprio SARB manteve suas funções de supervisionar a política monetária e a estabilidade do sistema financeiro como um todo, incluindo o sistema de pagamentos da África do Sul¹⁷⁵. Sendo assim, o modelo africano não

¹⁷¹ Por exemplo, com a integração do *Banks Act* 94 de 1990 e *Short-term Insurance Act* 53 de 1998 com o *FSR Act* 9.

¹⁷² Andrew Schmulow, por exemplo, vê a possibilidade de o modelo sul-africano ser constituído de “quatro picos”, pois além dos reguladores prudencial e de conduta, a solução desenhada incluiu o SARB, como regulador macroprudencial, e o NCR, como regulador do crédito e proteção dos consumidores contra empréstimos abusivos. Ver: SCHMULOW, Andrew. South Africa joins the club that regulates financial markets through ‘Twin Peaks’. *The Conversation*, 29 abr. 2018.

¹⁷³ A regulação macroprudencial, bem como a responsabilidade de garantir estabilidade financeira, seguiram com o SARB.

¹⁷⁴ A existência de dois reguladores de conduta com relação a bancos e concessão de crédito pode ser fonte de arbitragem regulatória. Ver: VAN HEERDEN, Corlia; VAN NIEKERK, Gerda. Twin Peaks in South Africa: a new role for the central bank. *Law and Financial Markets Review*, v. 11, n. 4, p. 154-162, 2017.

¹⁷⁵ “O SARB é responsável por monitorar a política monetária e a estabilidade financeira, incluindo a garantia da segurança e da confiabilidade do sistema de pagamentos. Além disso, mantém seu papel tradicional como emprestador de última instância e fornecedor de assistência de liquidez emergencial (*Emergency Liquidity Assistance – ELA*).” (tradução livre). Ver: QUMBA, Mmiselo Freedom. A comparative analysis of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and the United Kingdom. *South African Law Journal*, v. 139, n. 1, 2022. P. 80.



seria um *Twin Peaks* puro, conforme originalmente idealizado por Michael Taylor¹⁷⁶, em razão de concentrar no SARB as atribuições de um terceiro ente regulatório do sistema financeiro sul-africano.

No endereçamento das questões associadas ao processo de governança e coordenação entre os diversos órgãos reguladores, apesar de utilizar mecanismos mais informais (p.ex.: Memorandos de Entendimento), o modelo sul-africano tentou se aproximar da estratégia britânica no quesito coordenação e cooperação entre os reguladores, elencando, de forma prescritiva e detalhada¹⁷⁷, as relações necessárias ao funcionamento do modelo.

De forma geral, em um primeiro nível, apontou-se a necessidade do SARB em cooperar com as demais entidades reguladoras para garantir a estabilidade financeira da nação¹⁷⁸. Em um segundo nível, o FSR Act também indicou a necessidade de coordenação e cooperação entre os reguladores (PA, FSCA e NCR) e entre estes e o SARB.

Adicionalmente, o FSR Act exigiu a criação de órgãos de coordenação, como o *Financial System Council of Regulators* (FSCR), que serviriam como facilitadores no processo de decisão entre os reguladores, com o objetivo de mitigar eventuais conflitos e debater temas de interesse comum.

Quanto à busca em garantir a efetiva autonomia de seus entes reguladores, cabe inicialmente frisar que a alocação da PA como subsidiária ao SARB não encontrou impeditivo legal¹⁷⁹. Esta alocação também seria uma forma de proteção ao regulador prudencial contra escândalos de corrupção – considerando a robustez do SARB face a outros órgãos públicos sul-africanos – e a interferências políticas externas¹⁸⁰. Neste sentido, percebe-se um claro contraponto em relação à FSCA: esta, uma entidade independente, tem os membros dos seus comitês indicados pelo Diretor-Geral do Tesouro Nacional, o

¹⁷⁶ TAYLOR, Michael. *"Twin Peaks": A Regulatory Structure for the New Century*. Centre for the study of financial innovation, 1995.

¹⁷⁷ O FMI aponta eventual “excesso” do modelo adotado, com sobreposição nos corpos diretivos dos órgãos de cooperação e em seus mandatos, gerando riscos de foco apenas em “cumprimento das regras” e não da busca de efetiva cooperação entre as agências. Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). *South Africa: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Banking Regulation and Supervision*. IMF Staff Country Report, n. 2022/184, Issue 184. Jjun. 2022b. P. 22.

¹⁷⁸ Este objetivo deverá ser obtido por meio da cooperação e assistência do PA ao SARB, ao *Financial Stability Oversight Committee*, ao FSCA, ao NCR, ao *Council for Medical Schemes* e ao *Financial Intelligence Centre*. Para maiores detalhes, observar a seção 36 do FSRA.

¹⁷⁹ “Given that the SARB already has four subsidiaries, including its short-term insurance business SARBCIC, there does not appear to be any legal impediment to the SARB creating the PA as a subsidiary. The SARB is the sole shareholder of its current subsidiaries.”. Ver: GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. *Twin peaks: South Africa's financial sector regulatory framework*. *South African Law Journal*, v. 134, n. 3, p. 665-702, 2017a. P. 674.

¹⁸⁰ GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. *Twin peaks: South Africa's financial sector regulatory framework*. *South African Law Journal*, v. 134, n. 3, p. 665-702, 2017a. P. 674.



qual tem amplos poderes para apontar pessoas externas à FSCA como membros dos seus comitês, o que permite maior interferência política externa¹⁸¹.

Considerando o Princípio 2 dos Princípios Fundamentais da Basileia para a efetiva supervisão do setor bancário¹⁸², nota-se a existência de riscos na promoção da efetiva independência operacional da PA e da FSCA¹⁸³, em decorrência do relacionamento destas entidades com o Banco Central (SARB) e com o governo¹⁸⁴, respectivamente, e da forma de nomeação dos seus membros. Ainda sob a ótica do Princípio 2, a autonomia e independência dos entes reguladores do *Twin Peaks* sul-africano também é contestada pelas regras adotadas na forma de destituição dos seus membros¹⁸⁵.

Por outro lado, o modelo implementado demonstra maior capacidade de garantir a autonomia e independência operacional da FSCA e da PA quando são analisados os critérios adotados na definição das fontes de recursos das entidades e seus modos de captação¹⁸⁶. O mesmo se observa em relação aos mecanismos de prestação de contas (*accountability*)¹⁸⁷ das entidades ao governo, aos agentes do sistema financeiro e à sociedade civil como um todo¹⁸⁸.

¹⁸¹ GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. Twin peaks: South Africa's financial sector regulatory framework. **South African Law Journal**, v. 134, n. 3, p. 665-702, 2017a. P. 681-682.

¹⁸² Princípio 2 – Independência, responsabilização, recursos e proteção legal dos supervisores: o supervisor possui independência operacional, processos transparentes, governança sólida, procedimentos orçamentários que não comprometam sua autonomia e recursos adequados. É responsável pela execução de suas atribuições e pela utilização de seus recursos. O marco legal da supervisão bancária inclui proteção legal para o supervisor. Ver: BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS). **Core principles for effective banking supervision**. Bank for International Settlements, set. 2012.

¹⁸³ GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. Twin peaks: South Africa's financial sector regulatory framework. **South African Law Journal**, v. 134, n. 3, p. 665-702, 2017a. P. 674. P. 680-688.

¹⁸⁴ Idem, p. 680.

¹⁸⁵ Os autores criticam a possibilidade de membros das entidades reguladoras serem destituídos de seus cargos em razão de critérios subjetivos de avaliação, como: "... being 'unable to perform the duties of office for health or other reasons'; failing 'in a material way to discharge the responsibilities of office, including the responsibilities entrusted in terms of legislation'; and 'act[ing] in a way that is inconsistent with continuing to hold the office'." Idem, p. 684.

¹⁸⁶ Nesse aspecto, destacam o fato de o FSCA seguir as boas práticas internacionais de ser financiado pela indústria regulada, mas persiste a preocupação com o fato de o PA depender de repasses financeiros do SARB, colocando em xeque sua real independência operacional em relação ao SARB. Ver: idem. P. 686-687.

¹⁸⁷ No âmbito das características de *accountability*, o modelo sul-africano de *Twin Peaks*, já apresenta diversas obrigações dos reguladores locais em prestar contas à sociedade sobre suas ações, bem como pontos de melhoria a serem endereçados em eventuais futuras reformas. Ver: VAN NIEKERK, Gerda; 'NYANE, Hoolo. Accountability in the twin peaks model of financial regulation in South Africa. **South African Mercantile Law Journal**, v. 34, n. 3, p. 382-403, 2022.

¹⁸⁸ "Each of the financial sector regulators and the Ombud Council must establish and give effect to arrangements to facilitate consultation and the exchange of information with financial institutions, financial customers, and prospective financial customers on matters of mutual



Em resumo, sendo a jurisdição mais recente a implementar o *Twin Peaks*, entende-se que a estrutura regulatória financeira sul-africana: (i) ainda está em seus estágios iniciais; (ii) compartilha parte das responsabilidades dos “picos” (prudencial e de conduta) na regulação e supervisão do sistema financeiro local com outras entidades regulatórias; (iii) pode servir para avaliar a adequação deste modelo para economias em desenvolvimento; e (iv) embora necessite de diversos ajustes, vem demonstrando a geração de algumas melhorias potenciais no sistema financeiro local após sua implementação¹⁸⁹.

V.4. Comparativo internacional

A análise dos modelos de *Twin Peaks* adotadas em distintas jurisdições demonstra variações em seus *designs*, comprovando ausência de um “arquétipo universal” desta estrutura regulatória. De forma geral, as diferenças são percebidas nas escolhas dos elementos estruturantes em áreas como: independência operacional; coordenação e cooperação; e design estrutural¹⁹⁰.

Os quadros 3.1 a 3.5 elencam as escolhas feitas pelas jurisdições australiana, britânica e sul-africana na implementação e adaptação de seus “*Twin Peaks*” locais, além de trazer um breve resumo das raízes históricas que resultaram na seleção deste modelo nestas localidades.

*interest.”. Ver: GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. Twin peaks: South Africa's financial sector regulatory framework. **South African Law Journal**, v. 134, n. 3, p. 665-702, 2017a. P. 688.*

¹⁸⁹ Apesar de sugerir diversas áreas de melhoria no modelo, como maior independência das agências, o FMI aponta, no Country Report de 2022, que houve progresso significativo (quando comparado ao Report de 2014) na estabilidade do sistema financeiro devido, em parte, “a implementação da estrutura regulatória *Twin Peaks*”. Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). South Africa: Financial System Stability Assessment. Report. **IMF Staff Country Report No. 2022/039**, fev. 2022a. P.7.

¹⁹⁰ Ver: GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. Twin peaks: South Africa's financial sector regulatory framework. **South African Law Journal**, v. 134, n. 3, p. 665-702, 2017a.



Quadro 3.1 – Comparativo internacional – Processo histórico

	AUSTRÁLIA	REINO UNIDO	ÁFRICA DO SUL
INÍCIO	1998	2013	2017
ESTRUTURA ANTERIOR	Fragmentada (Setorial / Funcional)	Centralizada (Unificada)	Fragmentada (Setorial / Funcional)
MOTIVADORES PRINCIPAIS	Evolução do sistema financeiro local (crescente complexidade e inovações de serviços e produtos)	Crise financeira global de 2008	Crise financeira global de 2008 ¹⁹¹
OUTROS MOTIVADORES	-	Combate à lavagem de dinheiro e incentivo à atração de capital estrangeiro ¹⁹²	Intenção de aumentar transparência e accountability do mercado financeiro local; Reconhecimento de que a regulação sobre conduta de mercado estava sendo negligenciada; Avaliação da incapacidade do modelo regulatório setorial de lidar com a complexidade local (setor financeiro relativamente grande, concentrado e complexo ¹⁹³); Aumento do risco sistêmico ¹⁹⁴ ; Desejo de alinhar o modelo local com padrões internacionais.
ATO LEGAL	<i>Australian Prudential Regulation Act – APRA Act (1998)</i> <i>Australian Securities and Investments Commission Act – ASIC Act (2001)</i>	<i>Financial Services Act – FS Act (2012)</i>	<i>Financial Sector Regulation Act 9 (2017).</i>

¹⁹¹ Apesar dos impactos diretos da crise financeira global de 2008 não terem sido substanciais, esta crise foi capaz de expor algumas debilidades do modelo regulatório local e trouxe referências e *best-practices* de outras jurisdições que poderiam ser avaliadas pelas autoridades sul-africanas. Ver: HAVEMANN, Roy. Twin Peaks in South Africa. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). *The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation*. Cambridge University Press, 2021. P. 135.

¹⁹² SHAVSHUKOV, Viacheslav M.; ZHURAVLEVA, Natalia A. National and International financial market regulation and supervision Systems: Challenges and solutions. *Journal of Risk and Financial Management*, v. 16, n. 6, p. 289, 2023.

¹⁹³ Além da existência de grandes conglomerados financeiros, havia crescente participação de IFs não-bancárias no sistema financeiro. Ver: HAVEMANN, Roy. Twin Peaks in South Africa. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). *The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation*. Cambridge University Press, 2021. P. 136.

¹⁹⁴ Crescimento do volume de crédito não-segurado para população de baixa renda. Para maiores detalhes sobre os esforços de combate à oferta de crédito predatório no período, ver: SCHMULOW, Andrew. Curbing reckless and predatory lending: a statutory analysis of South Africa's National Credit Act. *Consumer Interest Annual*, v. 63, 2017.



	AUSTRÁLIA	REINO UNIDO	ÁFRICA DO SUL
PROCESSO DE IMPLEMENTAÇÃO E REVISÕES	<p>Implementação imediata após o Relatório Wallis;</p> <p>Desde então, crises financeiras locais¹⁹⁵ e propostas e sugestões de investigações governamentais¹⁹⁶, levaram a diversas alterações nos atos legais da APRA e da ASIC, sobretudo em seus modelos de governança internos, nas demandas de coordenação e cooperação entre as agências e no <i>funding</i> delas¹⁹⁷.</p>	<p>Implementado logo após o FSA Act 2012 (em abril de 2013) e com revisões pontuais e mais gerais, como o <i>Financial Services and Markets Act 2023</i> (FSMA 2023)¹⁹⁸.</p>	<p>Faseado em duas etapas:</p> <p>1ª. desenvolvimento de regulação ampla para empoderar as novas agências reguladoras;</p> <p>2ª. harmonização dos demais atos legais com a legislação de empoderamento e a criação das instituições regulatórias de conduta¹⁹⁹.</p>

Fonte: elaboração própria.

¹⁹⁵ Como a crise da HIH Insurer em 2003, a segunda maior corretora de seguros local, que demonstrou potenciais falhas no modelo australiano de *Twin Peaks* e levou às reformas de 2003, incluindo alterações na estrutura de responsabilização da APRA e iniciativas para melhoria da coordenação entre agências.

¹⁹⁶ Como a Investigação do Sistema Financeiro (*Financial System Inquiry* - FSI de 2013/14) e a Comissão sobre má-conduta no setor bancário, fundos de pensão e na indústria de serviços financeiros (*The Financial Services Royal Commission* de 2017/19).

¹⁹⁷ Ver: 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 University Press, 2021.

¹⁹⁸ Dentre as alterações, destaca-se a inclusão dos objetivos secundários de Crescimento e Competitividade (SCGO) para ambas as agências regulatórias, conforme descrito no Capítulo 3 do FSMA 2023.

¹⁹⁹ CHITIMIRA, H.; MAVHURU, L. A comparative analysis of the design and implementation of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and Australia. **PER / PELJ**, v. 27, 2024.



Quadro 3.2 – Comparativo internacional – Design estrutural

	AUSTRÁLIA	REINO UNIDO	ÁFRICA DO SUL
AGÊNCIA PRUDENCIAL	Nome	Prudential Regulation Authority (PRA)	Prudential Authority (PA)
Objetivo Primário	Regulação prudencial ²⁰⁰ - escopo amplo, que inclui responsabilidades micro e macroprudenciais ²⁰¹	Regulação microprudencial (promover a segurança e a solidez de suas entidades reguladas; e proteger os detentores de apólices de seguros);	Regulação microprudencial ²⁰²
Outras responsabilidades	Aconselhamento ao Ministro ²⁰³ ;	Facilitar a competição eficiente entre as firmas (SCO); Facilitar a competitividade da economia britânica e seu crescimento no médio e longo prazo (SCGO) ²⁰⁵	Cooperar e colaborar com a <i>Competition Commission</i> ²⁰⁶

²⁰⁰ A própria agência reguladora almeja, por meio de eficiente “administração prudencial” das IFs reguladas, proteger os consumidores (depositários, segurados e pensionistas) e promover a estabilidade financeira de forma mais ampla. Ver: AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY (APRA). **Accountability and reporting**. APRA, 2025.

²⁰¹ Regulação macroprudencial “informal” (via cooperação e coordenação entre agências), vista como um dos instrumentos necessários para a estabilidade do sistema financeiro. APRA tem papel-chave na formulação e implementação da política macroprudencial, com mandato estatutário para buscar estabilidade financeira e aplicar instrumentos macroprudenciais (em sua maioria exclusivos da APRA). Sua atuação macroprudencial deve prezar pela coordenação com demais agências, inclusive o RBA (responsável pela política monetária, pelo sistema de pagamentos e que também tem “estabilidade financeira” como objetivo estatutário). Ver: ORSMOND, David; PRICE, Fiona. Macroprudential Policy Frameworks and Tools. *Bulletin*, p. 75-86, 2016.

²⁰² O mandato da PA inclui promover a solidez e segurança das IFs e da infraestrutura de mercado. Também protege os clientes ao garantir que as IFs entreguem suas promessas. Por último, do ponto de vista a estabilidade financeira, cabe a ela auxiliar o SARB em alcançar tal estabilidade. Ver: PRUDENTIAL AUTHORITY (PA). **Regulatory Strategy 2021-2024**. South African Reserve Bank, 2022.

²⁰³ Sobre eventuais dificuldades financeiras de algum órgão regulado, potenciais oportunidades de melhoria nos objetivos relatados acima e melhorias no arcabouço prudencial. Ver: APRA Act 1998 subseção 10.

²⁰⁵ Os objetivos secundários devem ser cumpridos, “na medida do possível”; ou seja: os objetivos primários estão hierarquicamente acima dos objetivos secundários, que devem ser perseguidos somente quando consonantes com os objetivos primários da agência. Para maiores detalhes sobre SCO, ver: BANK OF ENGLAND. Prudential Regulation Authority - The Prudential Regulation Authority's approach to policy. **Discussion Paper DP4/22**, set. 2022. P. 16.

Para maiores detalhes sobre SCGO, ver: BANK OF ENGLAND. **Competitiveness and growth**: Embedding the Prudential Regulation Authority's new secondary objective - A report on both of the Prudential Regulation Authority's secondary objectives, covering the period from September 2023 to June 2024. BoE, PRA, jul. 2024.

²⁰⁶ Também tem o objetivo de promover a competição sustentável no mercado de produtos e serviços financeiros. Ver: CHITIMIRA, H.; MAVHURU, L. A comparative analysis of the design and implementation of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and Australia. **PER / PELJ**, v. 27, 2024.



	AUSTRÁLIA	REINO UNIDO	ÁFRICA DO SUL
AGÊNCIA DE CONDUTA DE MERCADO	Administrar o “Esquema de Reivindicações Financeiras” (“ <i>financial claims scheme</i> ” - FSC) na Austrália ²⁰⁴ ; Coleta e geração de dados do Setor Financeiro Australiano.		
	Características Sucessão perpétua ²⁰⁷ ; Organização estatutária e independente; Dividida em departamentos especializados (ex.: Bancário, Seguros e Fundos de Pensão).	É o próprio banco central do Reino Unido – o BoE; Exercido por um comitê independente no BoE – o <i>Prudential Regulation Committee</i> (PRC);	Pessoa jurídica internalizada e administrada pelo Banco Central (SARB); Dividida em quatro departamentos (porém não de acordo com os segmentos nos quais atua) ²⁰⁸ .
	Nome <i>Australian Securities and Investments Commission</i> (ASIC)	<i>Financial Conduct Authority</i> (FCA)	<i>Financial Sector Conduct Authority</i> (FSCA)
	Objetivo Primário Regulação de conduta do mercado e de proteção ao consumidor	Garantir que mercados relevantes estejam operando de maneira ótima, buscando: (i) proteger os consumidores; (ii) proteger a integridade dos mercados financeiros; e (iii) promover a competição eficiente (em prol dos interesses dos consumidores) ²⁰⁹ .	Regulação de conduta do mercado e de proteção ao consumidor.

²⁰⁴ Seria o equivalente ao Fundo Garantidor de Crédito (FGC) no Brasil.

²⁰⁷ Garantia que a agência seguirá existindo mesmo se sua propriedade mudar de mãos.

²⁰⁸ Supervisão Banking, Seguros e Infraestrutura do Mercado Financeiro; Supervisão de Conglomerados Financeiros; Política, Estatística e Suporte à Indústria; e Suporte de Risco. Ver: PRUDENTIAL AUTHORITY (PA). **Regulatory Strategy 2021-2024**. South African Reserve Bank, 2022. Ver: idem (203).

²⁰⁹ Não é dever da FCA auxiliar na promoção da estabilidade financeira, mas sim no fomento da competição na indústria financeira. Ver: QUMBA, Mmisiwo Freedom. A comparative analysis of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and the United Kingdom. **South African Law Journal**, v. 139, n. 1, 2022.



	AUSTRÁLIA	REINO UNIDO	ÁFRICA DO SUL
Outras responsabilidades	<p>Monitorar e promover a integridade do mercado²¹⁰;</p> <p>Promover adoção de padrões e códigos de prática aprovados pela indústria²¹¹;</p> <p>Promover a conscientização da comunidade sobre os problemas do sistema de pagamentos²¹²;</p> <p>Promover uma relação sólida entre bancos e consumidores²¹³.</p>	<p>Promover, em linha com relevantes parâmetros internacionais, a competitividade internacional da economia do Reino Unido e o seu crescimento a médio prazo²¹⁴.</p>	<p>Cooperar e colaborar com a <i>Competition Commission</i>²¹⁵ e com o Regulador Nacional de Crédito (NCR)²¹⁶;</p> <p>Supervisão prudencial das IFs não relevantes²¹⁷;</p> <p>Promover a educação financeira para investidores e potenciais investidores locais.</p>
Características	Organização estatutária e independente;	Organização estatutária e independente;	Estatutária e independente (formalizada pelo FSR Act).

²¹⁰ Australian Securities and Investments Commission Act 2001, Sec. 12A(2).

²¹¹ Australian Securities and Investments Commission Act 2001, Sec. 12A(2).

²¹² Australian Securities and Investments Commission Act 2001, Sec. 12A(2).

²¹³ Australian Securities and Investments Commission Act 2001, Sec. 12A(2).

²¹⁴ Financial Services and Markets Act 2023, Chapter 3.

²¹⁵ Também tem o objetivo de promover a competição sustentável no mercado de produtos e serviços financeiros. Ver: CHITIMIRA, H.; MAVHURU, L. A comparative analysis of the design and implementation of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and Australia. **PER / PELJ**, v. 27, 2024.

Tanto a cooperação com a *Competition Commission* quanto seu apoio à competição sustentável são vistos, porém, como objetivos secundários e menos relevantes do que aqueles impostos à FCA na promoção da competição dos mercados financeiros britânicos. Ver: QUMBA, Mmiso Freedom. A comparative analysis of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and the United Kingdom. **South African Law Journal**, v. 139, n. 1, 2022.

²¹⁶ Diferentemente de outros modelos *Twin Peaks*, na África do Sul foi estabelecido, em 2005, outro regulador de conduta de mercado para os serviços de crédito – o *National Credit Regulator* (NCR), que é responsável por regular a conduta de todos os provedores de crédito, independentemente de seu tamanho. O FSRA No.9 de 2017 determina que FSCA e NCR deverão cooperar e trabalhar coordenadamente. O escopo de atuação do NCR traz, por conta de sua sobreposição com a atuação do FSCA, um desafio adicional à gestão do modelo *Twin Peaks* na África do Sul. Ver: HAVEMANN, Roy. Twin Peaks in South Africa. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). **The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation**. Cambridge University Press, 2021. P. 149.

²¹⁷²¹⁸ A princípio, todas IFs deveriam ser prudencialmente reguladas pela PA; como isso não é factível, a delegação para FSCA da supervisão sobre certas IFs pode ser negociada entre as duas agências. Ver: HAVEMANN, Roy. Twin Peaks in South Africa. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). **The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation**. Cambridge University Press, 2021. P.147.



	AUSTRÁLIA	REINO UNIDO	ÁFRICA DO SUL
BANCO CENTRAL	Não está dividida em departamentos por segmento da indústria como a APRA.		
	Nome <i>Reserve Bank of Australia (RBA)</i>	<i>Bank of England (BOE)</i>	<i>South African Reserve Bank (SARB)</i>
	Resp. Prudencial ? Apesar da atribuição primária macroprudencial estar na APRA, também é responsabilidade do RBA a manutenção da estabilidade financeira ²¹⁸	Sim, macroprudencial (pelo <i>Financial Policy Committee</i>) ²¹⁹ e microprudencial (pelo <i>Prudential Regulation Committee</i>) ²²⁰ .	Sim (macroprudencial) ²²¹
	Resp. pela estabilidade e financeira ? Sim	Sim, pelo FPC.	Sim; formalmente expressa no <i>FSR Act</i> (s.11-31) e no <i>South African Reserve Bank Act</i> (s.3)
	Algumas outras responsabilidades principais Política monetária / controle da inflação; Sistema de pagamentos; Emprestador de última instância.	Política monetária ²²² / controle da inflação; Sistema de pagamentos; Emprestador de última instância.	Política monetária / controle da inflação; Sistema de pagamentos; Emprestador de última instância e <i>Emergency liquidity assistance (ELA)</i>

²¹⁸ O RBA também é responsável por contribuir com a estabilidade do sistema financeiro australiano trabalhando em conjunto com as demais agências e, sobretudo, por meio do CFR. Ver: <https://www.rba.gov.au/fin-stability/>. Acesso em: 30 set. 2025.

²¹⁹ Site sobre o FPC no BoE: <https://www.bankofengland.co.uk/about/people/financial-policy-committee>. Acesso em: 22 jun. 2025.

²²⁰ Site sobre o PRC no BoE: <https://www.bankofengland.co.uk/about/people/prudential-regulation-committee>. Acesso em: 22 jun. 2025.

²²¹ Incluindo o poder de designar quem seria uma “entidade financeira sistemicamente importante”, que se tornaria sujeita então às medidas prudenciais da PA. Ver: VAN HEERDEN, Corlia; VAN NIEKERK, Gerda. Twin Peaks in South Africa: a new role for the central bank. **Law and Financial Markets Review**, v. 11, n. 4, p. 154-162, 2017. P. 163.

²²² Estabilidade monetária como atribuição do Monetary Regulation Committee (MPC). Site sobre o MPC no BoE: <https://www.bankofengland.co.uk/about/people/monetary-policy-committee>. Acesso em: 22 jun. 2025.



	AUSTRÁLIA	REINO UNIDO	ÁFRICA DO SUL
ALGUNS OUTROS ENTES RELEVANTES	<i>Australian Competition and Consumer Commission (ACCC)</i> ²²³ ; <i>Australian Information Commissioner</i> ²²⁴ ; <i>Australian Transaction Reports and Analysis Centre (AUSTRALAC)</i> ²²⁵	Regulador do Sistema de Pagamentos ²²⁶ ; Regulador dos Fundos de Pensão ²²⁷ ; Serviço de <i>Ombudsman Financeiro</i> ²²⁸	<i>National Credit Regulator (NCR)</i> ²²⁹ ; <i>Financial Intelligence Center (FIC)</i> ²³⁰ ; “ <i>The Ombuds</i> ” e <i>Ombud Council</i> ²³¹

²²³ Responsável pela regulação da concorrência, mas não pela defesa do consumidor (função da ASIC) no setor financeiro. Ver: HANRAHAN, Pamela. Twin peaks after Hayne: tensions and trade-offs in regulatory architecture. **Law and Financial Markets Review**, v. 13, n. 2-3, p. 124-130, 2019.

²²⁴ Regulador dos temas de privacidade informacional.

²²⁵ Responsável pela PLD/FCT.

²²⁶ *Payment Systems Regulator (PSR)*: subsidiária independente do FCA

²²⁷ *The Pensions Regulator (TPR)*: órgão independente que regula os planos de pensão no Reino Unido. É patrocinado pelo Departamento de Trabalho e Pensões, que define sua política e estrutura / recursos.

²²⁸ *Financial Ombudsman Service (FOS)*: Não é um “regulador”, mas um órgão independente que auxilia nas disputas entre consumidores e fornecedores de serviços financeiros.

²²⁹ Responsável pela regulação e supervisão de conduta na indústria de crédito. NCR e FSCA formalizaram um Memorando de Entendimento para tratar das IFs provedoras de crédito, fixando as responsabilidades de cada uma delas. Ver: FINANCIAL SECTOR CONDUCT AUTHORITY (FSCA). **Memorandum of Understanding between The Financial Sector Conduct Authority and The National Credit Regulator**. FSCA, 28 set. 2018..

²³⁰ Responsável pela PLD/FCT e com papel-chave na proteção da integridade do sistema financeiro nacional. Ver: GODWIN, Andrew. Introduction to special issue—the twin peaks model of financial regulation and reform in South Africa. **Law and Financial Markets Review**, v. 11, n. 4, p. 151-153, 2017a.

²³¹ Ambos (*Ombuds schemes* e *Ombud Council*) podem ser considerados integrantes do modelo regulador de conduta de mercado sul-africano. Historicamente, foram desenvolvidos *Ombuds schemes* como mecanismos alternativos de resolução de conflitos entre IFs e consumidores. O FSR Act 9 (2017) instituiu o *Ombud Council* como órgão regulador do sistema de Ombud do país, tornando-o responsável por regular e supervisionar todos os *Ombuds schemes* existentes, bem como formular a estratégia geral do sistema para fortalecer a proteção dos consumidores no sistema financeiro sul-africano. Para maiores detalhes ver: NATIONAL TREASURY OF THE REPUBLIC OF SOUTH AFRICA. **A Known and Trusted Ombud System for All: Consultation Policy Document**. Pretoria: National Treasury, Set. 2017.

Ver também: a página oficial do Ombud Council, disponível em: <https://www.ombudcouncil.org.za/>. Acesso em: 11 jun. 2025.



Quadro 3.3 – Comparativo internacional – Coordenação e cooperação

	AUSTRÁLIA	REINO UNIDO	ÁFRICA DO SUL
MODELO DE GESTÃO ENTRE AGÊNCIAS	Coordenação informal, por vias bilaterais (APRA-ASIC) ²³² e via CFR (<i>Council of Financial Regulators</i>) ²³³ , de longo prazo, frequente, voluntária e cooperativa em natureza ²³⁴ .	Formal, com deveres de cooperação, coordenação e compartilhamento estatutários, sobretudo no FS Act 2012; Utilização de memorandos de entendimento, com caráter mais restritivos ²³⁵ ; <i>Financial Policy Committee</i> (FPC) – não é um órgão coordenador, mas sim um comitê estatutário do BoE com poderes para orientar a FCA e a PRA sobre medidas macroprudenciais e fazer recomendações para FCA, PRA, BoE e Tesouro ²³⁶ .	De forma geral, informal, mas explicitamente demandado no FSR Act; Principais mecanismos propostos no FSR Act para coordenação são os memorandos de entendimento ²³⁷ ; Adicionalmente, o FSR Act designa um dos reguladores como “ <i>Responsible Authority</i> ” frente aos entes regulados para cada ato ou lei setorial existente. Coordenação posterior entre regulação “responsável” e a entidade par se dá via instrumentos informais previstos no próprio FSR Act ²³⁸ ; Criação de órgãos de cooperação entre os reguladores, como o FSCR; porém sem poderes estatutários para impor decisões.

²³² Exemplos: menções no APRA's Act que APRA deveria cooperar com as outras agências (especialmente ASIC) - fato ocorrido após a quebra da HIH Insurance. Ver: CHITIMIRA, H.; MAVHURU, L. A comparative analysis of the design and implementation of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and Australia. **PER / PELJ**, v. 27, 2024.

²³³ Organização informal sem funções estatutárias regulatórias, que funciona via Memorandos de Entendimento e protocolos informais.

²³⁴ GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. Twin Peaks – The Legal and Regulatory Anatomy of Australia's System of Financial Regulation. **CIFR Paper** nº 074/2015, 09 set. 2015.

²³⁵ Interessante notar que, instrumentos informais, como memorandos de entendimento, podem ter relevâncias jurídicas em distintas jurisdições. Por exemplo, enquanto na Austrália os memorandos de entendimento não possuem peso de obrigação legal, no Reino Unido tais instrumentos possuem peso quase estatutário nas ações dos reguladores. Ver: GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. A jurisdictional comparison of the twin peaks model of financial regulation. **Journal of Banking Regulation**, v. 18, p. 103-131, 2017b.

²³⁶ FS Act, Parte 1.

²³⁷ Que possuem restrições legais em geral, e mesmo dentro do próprio FSR Act, para seu enforcement. Ver: CHITIMIRA, H.; MAVHURU, L. A comparative analysis of the design and implementation of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and Australia. **PER / PELJ**, v. 27, 2024.

²³⁸ Para detalhes sobre a divisão dos papéis de autoridade responsável, ver Schedule 2 da s.5 do Financial Services Regulation Act, No. 9 de 2017.



Quadro 3.4 – Comparativo internacional – Independência das agências

	AUSTRÁLIA	REINO UNIDO	ÁFRICA DO SUL
PARA QUEM RESPONDE?	APRA - Tesouro e Parlamento Federal (via Reporte Anual); ASIC - Parlamento Federal (via Reporte Anual)	PRA – BoE e HM <i>Treasury</i> (ministério da economia do Reino Unido) FCA – HM <i>Treasury</i>	PA - reporta para o <i>Deputy Governor</i> do SARB e responde diretamente para o SARB + <i>annual report</i> para o Ministro das Finanças apresentá-lo no Parlamento; FSCA – reporta para o Ministro das Finanças e responde para o Parlamento.
FUNDING	APRA - <i>self funding</i> , via planejamento orçamentário próprio a ser coberto com taxas de regulação prudencial das entidades reguladas (e, eventualmente, com aportes extraordinários do Governo); ASIC – similar à APRA, com custos cobertos via taxas e cobrança de serviços dos integrantes do sistema financeiro local.	FCA e PRA possuem direitos legais de cobrar taxas por seus serviços.	PA – taxas para custo de pessoal e repasses do SARB para demais custos e investimentos; FSCA – principalmente via taxas e cobrança de serviços dos entes regulados.



Quadro 3.5 – Comparativo internacional – Críticas

	AUSTRÁLIA	REINO UNIDO	ÁFRICA DO SUL
CRÍTICAS	<p>Governança entre reguladores baseada em laços legais frágeis, como memorandos de entendimento;</p> <p>Mérito do modelo TP sobre a resiliência da Austrália à crise de 2008 pode estar superestimada²³⁹;</p> <p>Enfraquecimento excessivo do RBA, diminuindo seu poder de evitar crises sistêmicas²⁴⁰;</p> <p>Risco de autonomia efetiva²⁴¹;</p>	<p>Regulação complexa e duplicada²⁴³;</p> <p>Falta de previsibilidade regulatória e altos custos de compliance entre agentes regulados por ambos PRA e FCA, tendo os papéis de cada regulador evoluído de forma independente entre si²⁴⁴⁻²⁴⁵;</p> <p>Reguladores excessivamente avessos ao risco, com um panorama regulatório que limita a discricionariedade dos agentes ao lidarem com novos desafios de regulação²⁴⁶;</p> <p>Risco de arbitragem regulatória nas distintas regulações prudenciais aplicadas pela PRA (nas IFs sistêmicas e/ou</p>	<p>Potencial poder excessivo do Ministro das Finanças sobre as agências²⁴⁸;</p> <p>PA: elevada dependência do SARB²⁴⁹;</p> <p>Governança entre reguladores baseada em laços legais frágeis, como memorandos de entendimento.</p>

²³⁹ JONES, Evan. The crisis and the Australian financial sector. *Journal of Australian Political Economy*, n. 64, p. 91-116, 2009.

²⁴⁰ Idem.

²⁴¹ De modo geral, as duas agências têm tido ampla liberdade de atuação frente ao Executivo nacional; porém, o FMI destaca como ressalva o risco existente na lei local que dá poderes ao Ministro de dar direções para as agências - apesar das mesmas não serem permitidas para casos particulares. Ver: GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. Twin Peaks – The Legal and Regulatory Anatomy of Australia's System of Financial Regulation. *CIFR Paper* nº 074/2015, 09 set. 2015.

²⁴³ HM TREASURY. *New approach to ensure regulators and regulation support growth*. The Stationery Office Limited, mar. 2025.

²⁴⁴ HM TREASURY. *New approach to ensure regulators and regulation support growth*. The Stationery Office Limited, mar. 2025.

²⁴⁵ UK PARLIAMENT. *Culture of risk aversion among financial regulators undermines their competitiveness and growth objective, warns Committee report*. UK Parliament, jun. 2025. P. 27.

²⁴⁶ HOUSE OF LORDS. *Growing pains: clarity and culture change required*. Authority of the House of Lords, 13 jun. 2025. P. 26.

²⁴⁸ Diretores (*Commissioner e Deputy Commissioners*) da FSCA são apontados e CEO da PA é aprovado pelo Ministro das Finanças, causando risco de interferência excessiva na autonomia das agências. Ver: CHITIMIRA, H.; MAVHURU, L. A comparative analysis of the design and implementation of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and Australia. *PER / PELJ*, v. 27, 2024.

²⁴⁹ Apesar de ter entidade jurídica própria, a PA está inserida dentro do SARB e é dependente, em grande medida, dos recursos e mesmo de vínculos pessoais/culturais (ex.: CEO da PA deve ser um *Deputy Governor* do SARB e seu comitê diretivo é composto apenas de altos executivos do SARB) do Banco Central sul-africano. Assim, sua autonomia “de facto” é questionável. Ver: VAN HEERDEN, Corlia; VAN NIEKERK, Gerda. The Role of the SARB as Central bank in the South African Twin Peaks Model. In: GODWIN, A.; SCHMULOW, A. (org.): *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.



	AUSTRÁLIA	REINO UNIDO	ÁFRICA DO SUL
	Necessidade de melhorias na eficiência da função de <i>enforcement</i> da ASIC ²⁴² .	duplamente reguladas) e FCA (nas IFs não reguladas pela PRA) ²⁴⁷ .	

²⁴² Dentre as falhas dos entes reguladores apontadas pela Comissão Real na avaliação das más práticas na indústria financeira local, entendeu-se que a ASIC não havia performado eficientemente seu dever de *enforcement*. Dentre as diversas razões e desafios, a extensa dimensão de sua competência e o crescimento do número de disposições de sanções civis incrementam a necessidade de revisões na estrutura e na abordagem dos temas sancionadores pela ASIC. Ver: AUSTRÁLIA. **Final Report of the Royal Commission into Misconduct in the Banking, Superannuation and Financial Services Industry.** Austrália, 2019. P. 424-431.

²⁴⁷ Como poderá ocorrer, por exemplo, na eventual diferença de regras de requerimento de capital, com a introdução da Abordagem Padronizada Avançada (*Advanced Standardised Approach* – ASA) nas firmas reguladas pela PRA (após a adoção da Basel 3.1) que é diferente da Abordagem Padronizada (*Standardised Approach* – AS) utilizada pela FCA na IFs reguladas prudencialmente por ela. Para maiores detalhes ver: <https://fscom.co/insights/blog/twin-peaks-in-turmoil-the-impact-of-basel-3-1-on-fca-regulated-firms/>. Acesso em 21 de outubro de 2025.



VI. ESTRUTURA REGULATÓRIA NO BRASIL – PROCESSO EVOLUTIVO E MODELO VIGENTE

Após uma visão mais abrangente do modelo *Twin Peaks* e dos três países que o adotaram (Austrália, Reino Unido e África do Sul) e servem como referência para o estudo da matéria, inicia-se, neste capítulo, um exame da estrutura regulatória vigente no Brasil. O objetivo, com isso, é apresentar o processo evolutivo que culminou no atual modelo vigente no país, para, no capítulo subsequente (capítulo VII), analisar os desafios e questões do *Twin Peaks* à luz do atual cenário brasileiro.

A estrutura regulatória atualmente vigente no Brasil tem suas origens, sobretudo, nas reformas econômicas realizadas a partir de 1964²⁵⁰. Durante esse período, foram adotadas diversas medidas legislativas reformando o SFN²⁵¹.

Atualmente, a estrutura regulatória pode ser dividida em dois “níveis”. O primeiro, de natureza normativa, é composto por: (i) Conselho Monetário Nacional – CMN²⁵²; (ii) Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP²⁵³, e (iii); Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC²⁵⁴. Dentre os três conselhos, o CMN se apresenta como o mais relevante e influente, já que é o órgão deliberativo máximo de todo o SFN²⁵⁵. O CMN é um órgão componente da administração direta, composto pelo Ministro da Fazenda, que o preside; pelo presidente do BCB; e pelo Ministro do Planejamento e Orçamento.

O “segundo nível” da estrutura regulatória do SFN é composto pelas entidades reguladoras executivas, Banco Central do Brasil (BCB), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Seguros Privados (Susep) e Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc). Esses quatro reguladores são responsáveis pela aplicação das normas e regulamentam diretrizes gerais fixadas pelos conselhos normatizadores. Também são responsáveis por supervisionar e inspecionar as atividades e as entidades por elas reguladas. A seguir, descreve-se mais detalhadamente as atribuições de cada um dos reguladores listados:

- **Banco Central do Brasil:** responsável por regular as atividades de intermediação ou aplicação de recursos financeiros exercidas por

²⁵⁰ Até esta data, as funções de autoridade do SFN ficavam a cargo da Superintendência de Moeda e Crédito (Sumoc), do Banco do Brasil (BB) e do Tesouro Nacional.

²⁵¹ Destaque para a Lei nº 4.595/1964, que estabeleceu o arcabouço geral do SFN, incluindo a regulação das instituições financeiras, e a Lei nº 4.728/1965, sobre o mercado de capitais.

²⁵² Responsável por definir e executar as regras de funcionamento dos mercados monetário, de crédito, de capitais e cambial.

²⁵³ Englobando as regras para seguros, contratos de capitalização e fundos abertos de previdência aberta.

²⁵⁴ Responsável pela determinação normativa do segmento de Previdência Fechada.

²⁵⁵ Responsável por formular a política econômica (monetária, creditícia e cambial) brasileira.



entidades depositárias²⁵⁶. Vale lembrar que as responsabilidades do BCB, uma autarquia de natureza especial²⁵⁷, vão além do exercício regulatório das atividades de crédito²⁵⁸ e incluem também, dentro do escopo da estrutura regulatória nacional, responsabilidades de supervisão e regulação macroprudencial²⁵⁹. Quanto à sua atuação sancionadora, o BCB poderá ter seus processos administrativos julgados em recurso no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN);

- **Comissão de Valores Mobiliários:** no mercado de capitais brasileiro, cabe à CVM, entidade autárquica em regime especial²⁶⁰, vinculada ao Ministério da Fazenda e instituída pela Lei nº 6.385/1976, regular, fiscalizar e inspecionar as entidades de mercado e de infraestrutura de mercado em suas atividades relacionadas com valores mobiliários. Destacam-se, dentro de suas responsabilidades regulatórias estatutárias, as diretrizes voltadas para a regulação de conduta e proteção ao investidor²⁶¹. Assim como o BCB, o CRSFN também é responsável por julgar os recursos apresentados das punições proferidas pelos processos administrativos sancionadores da CVM;
- **Superintendência de Seguros Privados:** a regulação dos mercados de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro é de competência da Susep, autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda e criada pelo Decreto-Lei nº 73/1966. Dentre as diversas competências da Susep, destaca-se a natureza de regulador prudencial na sua responsabilidade de promoção da estabilidade dos mercados sob sua jurisdição e, sobretudo, no seu dever de zelar pela liquidez e solvência das sociedades que integram o mercado²⁶². Cabe ao Conselho de Recursos do Sistema Nacional de Seguros Privados, de Previdência

²⁵⁶ Incluindo também a infraestrutura de mercado associada com tais atividades.

²⁵⁷ Criado pela Lei nº 4.595/1964 e com autonomia estabelecida pela Lei Complementar nº 179/2021.

²⁵⁸ Dentre outras responsabilidades legislativas, o BCB também deve garantir a estabilidade do poder de compra da moeda, zelar por um sistema financeiro sólido, eficiente e competitivo, e fomentar o bem-estar econômico da sociedade, além de ser responsável por atuar como secretaria executiva do CMN e executar a estratégia estabelecida por esse conselho para controle da inflação.

²⁵⁹ Por exemplo: a Resolução BCB nº 374, de 27/3/2024, que dispõe sobre as Linhas Financeiras de Liquidez do BCB, função fundamental para o papel de emprestador de última instância do BCB, suportada, dentro outros, pelo inciso V, do art. 10º da Lei nº 4595/1964 (trata da oferta de empréstimos do BCB às IFs).

²⁶⁰ Entidade administrativa independente, com ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade dos seus dirigentes, autonomia financeira e orçamentária.

²⁶¹ Ver art. 4º, incisos IV ao VII, da Lei nº 6385/1976.

²⁶² Ver art. 2º, incisos VI e VII, da Resolução CNSP nº 468/2024.



Aberta e de Capitalização (CRSNP) julgar, em recurso, as punições aplicadas pela Susep em processos administrativos sancionadores²⁶³.

- **Superintendência Nacional de Previdência Complementar:** pertence à Previc o papel de supervisão e fiscalização das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão) e da execução de políticas para o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas. A Previc é uma autarquia vinculada ao Ministério do Trabalho e Previdência, com autonomia financeira, administrativa e patrimônio próprio. Foi criada pela Lei nº 12.154/2009 e, ao contrário das demais entidades reguladoras, possui diretores sem mandato fixo e que podem ser substituídos a qualquer tempo pelo Poder Executivo.

Com o objetivo de coordenar as ações dos entes reguladores (CVM, BCB, Previc e Susep), foi estabelecido o Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec). Este comitê não possui poder regulamentar²⁶⁴, mas, além da articulação entre os reguladores, promove: (i) a discussão de medidas que visem o melhor funcionamento dos mercados supervisionados; (ii) o debate de iniciativas que sejam vinculadas a mais de uma das entidades reguladoras; (iii) o intercâmbio de informações, inclusive com instituições internacionais; e (iv) a proposta de ações coordenadas, inclusive sobre conglomerados prudenciais.

O desenho da estrutura regulatória do SFN foi criado e reformulado ao longo das últimas cinco décadas e está suportado pelo arcabouço legislativo vigente, cujas atribuições dos reguladores (executivos e normativos) encontram-se sintetizadas no apêndice A. Pode-se identificar 14 instrumentos normativos, abrangendo

²⁶³ Exceção para sanções relacionadas à lavagem de dinheiro, cuja responsabilidade recursal recai sobre o CRSFN.

²⁶⁴ Apesar do Regimento Interno do Coremec prever a emissão de Resoluções (art. 23), entende-se que elas estariam limitadas à sua função de coordenar e não de criar normas com poder regulamentar primário, cuja competência pertence às entidades que integram o Coremec. Ver: Resolução Coremec nº 1, de 9/12/2020.



quatro²⁶⁵ tipos: (1) decreto²⁶⁶; (2) decreto-lei²⁶⁷; (3) lei ordinária²⁶⁸; e (4) lei complementar²⁶⁹.

A leitura das leis presentes no apêndice A permite algumas observações:

- As delegações de atribuições dos reguladores estão previstas em leis esparsas²⁷⁰ (e não concentradas em um único instrumento legal)²⁷¹;
- Uma mesma lei contém atribuições de mais de um órgão regulador²⁷²;
- Criação das leis em momentos diversos²⁷³;
- Falta de padronização na forma de atribuição/competência²⁷⁴;
- Situações de coordenação regulatória, em que um mesmo regulado está sob a alcada de diversos reguladores²⁷⁵; e

²⁶⁵ Adicionalmente, também são utilizadas Portarias e Resoluções nas atividades normativas dos entes reguladores do SFN.

²⁶⁶ Os decretos são: Decreto nº 9.889, de 27 de junho de 2019; Decreto nº 10.016, de 17 de setembro de 2019; Decreto nº 10.465, de 18 de agosto de 2020.

²⁶⁷ Os decretos-leis são: Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; Decreto-Lei nº 261, de 28 de fevereiro de 1967.

²⁶⁸ As leis ordinárias são: Lei nº 4.594, de 29 de dezembro de 1964; Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964; Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965; Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976; Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976; Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998; Lei nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009; Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017; Lei nº 14.286, de 29 de dezembro de 2021.

²⁶⁹ As leis complementares são: Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001; Lei Complementar nº 126, de 15 de janeiro de 2007; Lei Complementar nº 137, de 26 de agosto de 2010.

²⁷⁰ O termo “lei” engloba lei complementar, lei ordinária e decreto-lei.

²⁷¹ Leis descritas nas notas 267, 268 e 269.

²⁷² Como acontece com a Lei nº 6.385/1976 em seus artigos 3º e 4º, que delegam atribuições à CVM e ao CMN. A recíproca também é verdadeira, de modo que existe mais de uma lei que dispõe sobre as atribuições do mesmo regulador setorial, como a Lei nº 4.595/1964 e a Lei Complementar nº 179/2021 com o BCB.

²⁷³ No SFN, por exemplo, existem leis que foram promulgadas desde a década de 1960 até o início da segunda década dos anos 2000, como o Decreto-Lei nº 73/1966; Lei nº 6.385/1976; Lei nº 9.613/1998; a Lei nº 12.154/2009 e Lei Complementar nº 179/2021.

²⁷⁴ A Lei Complementar nº 179/2021 delega ao Banco Central uma atribuição geral em seu primeiro artigo: “assegurar a estabilidade de preços”. Por outro lado, a Lei nº 12.154/2009 dispõe de atribuições mais diretas como “IV - autorizar: a) a constituição e o funcionamento das entidades fechadas de previdência complementar, bem como a aplicação dos respectivos estatutos e regulamentos de planos de benefícios”.

²⁷⁵ Como acontece com os conglomerados financeiros ou no caso dos criptoativos, nos quais caberia ao BCB à função de regular e supervisionar as prestadoras de serviços de ativos virtuais (PSAVs), porém, caso o ativo seja um valor mobiliário, tal regulação caberia não ao BCB, mas à CVM. Ver: art. 1º, 2º e 3º do Decreto nº 11563/2023.



- Situações em que não há certeza sobre a competência regulatória²⁷⁶.

Com base em sua própria evolução, a atual estrutura regulatória do sistema financeiro no Brasil é preponderantemente setorial. Entende-se que é, sobretudo, a natureza dos produtos ou serviços ofertados pelas entidades que determina quem será o regulador responsável da operação²⁷⁷.

De maneira geral, cada regulador é responsável tanto pela regulação e supervisão prudencial (em particular, microprudencial) quanto por aquela para proteção dos investidores e conduta de seus regulados²⁷⁸.

Por outro lado, no caso da regulação macroprudencial brasileira, ainda não existe um arcabouço legislativo e tampouco mandatos claros que definam a divisão de responsabilidades sobre o tema. Por conseguinte, o país ainda carece de um quadro regulatório harmonizado e consolidado que trate de seus riscos sistêmicos²⁷⁹. Tal situação pode ser fruto do próprio modelo vigente (com a existência dos conselhos normativos nacionais), bem como do estágio de desenvolvimento do debate global sobre regulação macroprudencial²⁸⁰.

Desta forma, assume-se que a regulação macroprudencial se encontra, atualmente, ainda aplicada de forma esparsa pela estrutura regulatória brasileira, incluindo: (i) alguma normatização pelos conselhos nacionais; (ii) liderança prática do BCB no segmento bancário; e (iii) iniciativas pontuais de supervisão do risco sistêmico por parte dos demais reguladores (CVM, Susep, Previc).

Em resumo (ver Quadro 4), pode-se definir que a estrutura regulatória financeira nacional é hierárquica (existência de órgãos normativos e executivos), razoavelmente bem definida (apesar de ainda apresentar potenciais sobreposições regulatórias) e setorial.

²⁷⁶ A regulação brasileira é setorial. Assim sendo, inovações de produtos e serviços financeiros podem não estar no mesmo campo de ação regulatória de um ou mais dos reguladores do SFN.

²⁷⁷ Por exemplo, no caso da CVM, o art. 2º da Lei nº 6385/1976 estabelece quais produtos seriam classificados como “valores mobiliários” e, portanto, sujeitos à supervisão da CVM.

²⁷⁸ Por exemplo, em seu Regimento Interno, a Susep aponta suas necessidades de zelar tanto “pela liquidez e solvência das entidades” (microprudencial), quanto “pela defesa dos segurados, dos participantes de planos de previdência complementar aberta e dos detentores de títulos de capitalização” (proteção do consumidor). Ver: art. 2º, incisos VII e IV, da Resolução CNSP nº 468/2024.

²⁷⁹ Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Brazil: Financial System Stability Assessment**. IMF Staff Country Report, n. 18/339, Washington, DC, 2018.

²⁸⁰ Tema de debates da esfera regulatória que foi priorizado somente após a crise financeira global de 2008. Ver: CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

**Quadro 4 – Estrutura regulatória financeira corrente no Brasil**

Setor / função:	Macroprudencial	Microprudencial	Conduta
	Regulação ²⁸¹	Vigilância do Risco Sistêmico ²⁸²	
Intermediação ou aplicação de recursos financeiros (“deposit-taking institutions” / sistema bancário	CMN / BCB ²⁸³	BCB	BCB
Seguros	CMN / Susep ²⁸⁴	SUSEP / BCB	SUSEP
Fundos de Pensão (abertos)	CNSP / Susep ²⁸⁶	SUSEP	SUSEP
Fundos de Pensão (fechados)	CMN / CNPC / Previc ²⁸⁷	PREVIC	PREVIC
Valores mobiliários	CVM ²⁸⁸ / CMN ²⁸⁹	CVM / BCB	CVM

²⁸¹ Com exceção do BCB no sistema bancário (regulador macroprudencial *de facto* deste segmento), costuma-se adotar órgãos de natureza apenas normativa (“Conselhos”) nos demais segmentos financeiros. Em geral, o arcabouço macroprudencial de normas tende a ser elaborado pelos conselhos e, em casos de eventuais necessidades de aplicação (p.ex.: a vigilância do risco sistêmico), operacionalizado pelas agências reguladoras setoriais (agências executivas). Por outro lado, teoricamente a regulação macroprudencial poderia ser assumida por qualquer ente regulador do SFN. Órgãos internacionais, como o FMI, por exemplo, citam a necessidade de fortalecer o arcabouço macroprudencial nacional. Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Brazil: Financial System Stability Assessment.** IMF Staff Country Report, n. 18/339, Washington, DC, 2018. P. 6.

²⁸² Apesar de riscos sistêmicos estarem, em geral, diretamente associados ao arcabouço regulatório macroprudencial, sua atividade de vigilância, de natureza supervisora e executiva, tende a ser realizada pelas próprias entidades reguladoras executivas nacionais. Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Brazil: Financial System Stability Assessment. IMF Staff Country Report**, n. 18/339, Washington, DC, 2018. P. 40.

²⁸³ Apesar da designação do CMN para isso, na prática a responsabilidade tem sido do BCB.

²⁸⁴ Ver N.R. 281.

²⁸⁵ O desenvolvimento do segmento de seguros tem aumentado a pressão pelo fortalecimento da regulação de conduta na Susep. Para exemplos de desafios correntes ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Brazil: Financial System Stability Assessment. IMF Staff Country Report**, nº 18/339, Washington, DC, 2018. P. 26.

²⁸⁶ Ver N.R. 281.

²⁸⁷ Ver N.R. 281.

²⁸⁸ Ver N.R. 281.

²⁸⁹ Lei nº 6.385/1976, Art. 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional: I - definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários; II - regular a utilização do crédito nesse mercado;



Setor / função:	Macroprudencial	Microprudencial	Conduta
	<i>Regulação²⁸¹</i>	<i>Vigilância do Risco Sistêmico²⁸²</i>	
Infraestrutura de mercado	CMN / CVM ²⁹⁰ / BCB ²⁹¹	CVM / BCB	CVM / BCB

Fonte: elaboração própria.

²⁹⁰ Ver N.R. 281.

²⁹¹ Ver N.R. 281.



VII. DESAFIOS E QUESTÕES A SEREM RESPONDIDAS NA IMPLEMENTAÇÃO DO MODELO TWIN PEAKS NO BRASIL

Mudanças regulatórias nas estruturas financeiras são naturais e têm se tornado mais recorrentes nas últimas décadas, sobretudo como respostas às crises financeiras e à própria evolução dos sistemas financeiros global e nacionais. Porém, essas mudanças estruturais não deveriam ser um fim em si, mas sim estarem associadas às necessidades reais de melhorias nos objetivos regulatórios mais gerais.

Cabe à cada estrutura regulatória responder eficientemente e se adaptar às circunstâncias locais, incluindo o estado de maturidade e características das entidades, da legislação, do próprio mercado e do sistema financeiro (nível de sofisticação). Consequentemente, percebe-se a impossibilidade de existência de um modelo “único e ideal”, aplicável a qualquer país em qualquer momento de sua história²⁹².

Debate-se, atualmente, a possibilidade de migração da estrutura regulatória financeira brasileira para o modelo *Twin Peaks*. Mesmo tratando-se de um modelo já em utilização, sua eventual implementação local demandará ajustes e adaptações²⁹³.

Vale também lembrar que mudanças são, em grande parte, modeladas pelas experiências passadas, sendo dependentes de sua própria trajetória²⁹⁴ e que mudanças incrementais, em contextos mais sólidos, tendem a prevalecer sobre aquelas mais radicais, em face dos próprios custos e riscos de se mudar algo²⁹⁵.

Sendo assim, visto o contexto do sistema financeiro nacional (amplo, resiliente e dominado por conglomerados financeiros²⁹⁶) e a própria evolução da estrutura regulatória financeira do Brasil (atualmente focada em setores/funções), entende-se que eventual guinada para o novo modelo baseado em objetivos

²⁹² SHAVSHUKOV, Viacheslav M.; ZHURAVLEVA, Natalia A. National and International financial market regulation and supervision Systems: Challenges and solutions. *Journal of Risk and Financial Management*, v. 16, n. 6, p. 289, 2023.

²⁹³ Diversos autores destacam a ocorrência de diferenças significativas nas formas de implementação deste modelo até o presente momento, gerando distintas “versões” do *Twin Peaks* ao redor do mundo. Como exemplos, ver: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew. Introduction The Genealogy and Topography of Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). *The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation*. Cambridge University Press, 2021.

²⁹⁴ Em linha com a Teoria da “Path Dependency”. Ver: HATHAWAY, Oona A. Path dependence in the law: The course and pattern of legal change in a common law system. *Iowa Law Review*, v. 86, p. 601, 2000.

²⁹⁵ NIER, Erlend Walter. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. *IMF Working Paper*, n. 09/70, abril 2009.

²⁹⁶ INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil: Financial System Stability Assessment. *IMF Staff Country Report*, n. 18/339, Washington, DC, 2018.



(*Twin Peaks*) se trate de **alteração potencialmente significativa** na trajetória evolutiva das estruturas regulatórias locais.

Por conseguinte, torna-se ainda mais relevante entender e avaliar a dinâmica de tal mudança. Propõe-se, aqui, a análise deste processo de mudança por meio da observação e comparação dos eventuais desafios necessários à implementação do modelo regulatório *Twin Peaks* com o contexto regulatório atual nacional. Entende-se que, quanto mais preparada estiver a estrutura regulatória local para enfrentar um determinado desafio, menor será o custo e esforço da mudança e, consequentemente, maior a possibilidade de êxito na implementação do novo modelo.

Apesar de não existir um “único tipo de *Twin Peaks*”, tampouco de apenas “uma única trajetória de implementação” deste modelo²⁹⁷, já existe certo consenso sobre desafios comuns em sua aplicação geral, indistinto do contexto local de sua implementação.

A partir de uma revisão bibliográfica, bem como na análise das características do modelo, experiências de implementações em outras jurisdições, avaliações da estrutura regulatória financeira do Brasil e da conjuntura econômica, política e social do país, pretende-se apontar alguns dos principais desafios que potencialmente seriam enfrentados em uma eventual implementação do modelo *Twin Peaks* no Brasil. A lista **não possui a intenção de ser exaustiva**, podendo ser alterada, com inclusões posteriores de desafios adicionais, sobretudo daqueles específicos à conjuntura local, visto o ainda restrito número de estudos e produções bibliográficas a respeito do tema para o contexto brasileiro²⁹⁸.

VII.1. Condições gerais para implementação, mudança ou melhoria de estruturas regulatórias

Debates sobre a necessidade de alinhamento entre estruturas regulatórias financeiras e as necessidades locais atestam a relevância do desafio da implementação de eventuais mudanças ou melhorias na estrutura vigente. Para Jeffrey Carmichael: “Há um enorme abismo entre decidir sobre uma estrutura

²⁹⁷ JACKSON (2021) destaca que, apesar da teoria do modelo *Twin Peaks* ser atraente, sua aplicação prática é complexa e tem variado consideravelmente entre as jurisdições que a adotaram. Ver: prefácio de GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). *The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation*. Cambridge University Press, 2021.

²⁹⁸ A seleção também procurou privilegiar as questões/desafios mais diretamente associadas ao modelo *Twin Peaks* ou que, mesmo quando semelhantes aos desafios encontrados para implementação de outras estruturas regulatórias, possuam alguma diferenciação devida à natureza do modelo deste estudo. Desafios relevantes, mas sem significativa especificidade associada com o modelo TP, foram, consequentemente, desconsiderados para o escopo deste trabalho. Como exemplo de um dos diversos desafios mais gerais não incluídos em nossa análise, ver o desafio de “cooperação internacional, regulação e supervisão transfronteiriça” em: PAN, Eric J. Four challenges to financial regulatory reform. *Vill. L. Rev.*, v. 55, p. 743, 2010.



regulatória ótima e implementá-la efetivamente ... a implementação leva tempo, paciência e planejamento cuidadoso”²⁹⁹

A crescente complexidade dos mercados financeiros acentuou os debates e opiniões sobre o tema, incluindo a compreensão que, indistinto do modelo escolhido, este deve ser visto como algo evolutivo e não estático, com contínuas necessidades de melhorias, ampliando a relevância da efetividade das implementações destas mudanças e melhorias³⁰⁰.

Devido à sua relevância, sobretudo após a crise financeira global de 2008, o modelo *Twin Peaks* também tem sido um dos alvos favoritos destes estudos e análises. Por se tratar de estrutura baseada em objetivos, sua implementação, assim como o próprio modelo, possui certas peculiaridades. Sendo assim, apesar de compartilhar alguns desafios comuns a qualquer alteração de estruturas regulatórias, o *Twin Peaks* também acaba por gerar desafios e questões únicas para sua efetiva implementação.

Este estudo identificou onze itens que poderiam ser classificados como desafios ou questões fortemente associados com a migração do sistema regulador financeiro nacional rumo ao *Twin Peaks*. Cada um destes desafios será analisado individualmente nas próximas subseções do estudo (subseções VII.1.1 a VII.1.11).

Cada uma das onze subseções está dividida em três partes. Na primeira, descreve-se o desafio de forma ampla e apresenta-se um quadro comparativo dos três *benchmarks* descritos no capítulo V (Reino Unido, Austrália e África do Sul)³⁰¹. Na segunda, apresenta-se o “diagnóstico brasileiro” em relação ao desafio que está sendo analisado. Por fim, a terceira e última parte identifica a amplitude deste desafio em relação ao cenário brasileiro.

A elaboração da terceira parte de cada seção, por envolver uma análise crítica do desafio analisado, utilizou a seguinte metodologia: quatro pesquisadores fizeram um exame crítico do desafio à luz da realidade brasileira, classificando-o em uma dessas três categorias:

(1) **Normal:** é o nível de esforço geralmente significativo e comum para adoção do modelo. Ocorre quando o contexto atual se encontra propício para a migração ao modelo. Ou seja, de forma geral, significa que, caso

²⁹⁹ Ver: CARMICHAEL, Jeffrey. Summary of the Discussion. In: Carmichael, Jeffrey; ALEXADER, Fleming; LLEWELLYN, David T. (org.). **Aligning financial supervisory structures with country needs**. Washington: World Bank Publications, 2004. P. 6.

³⁰⁰ SCHMULOW, Andrew. South Africa joins the club that regulates financial markets through ‘Twin Peaks’. **The Conversation**, 29 abr. 2018.

³⁰¹ Esta comparação foi realizada para os sete primeiros itens, pois os demais (Recursos, Custos, Comunicação e Elementos Fáticos) são, em grandes linhas, associados exclusivamente à realidade do local de implementação, gerando assim menor valor da observação de outros países.



os implementadores envolvidos atuem adequadamente, há grandes possibilidades de êxito para ultrapassar o desafio analisado;

- (2) **Adicional:** ocorre quando se percebe que o cenário atual necessita de maiores acertos para que o desafio seja vencido; i.e.: com base na situação atual, as chances de insucesso são significativas, mas a mudança ainda é percebida como factível, sobretudo se o esforço adicional for empreendido;
- (3) **Extra:** percebe-se quando determinado desafio possui grande possibilidade de inviabilizar a mudança. Por conseguinte, será necessária especial atenção e esforço para alterar a situação corrente e, assim, evitar impactos negativos sobre a eficiência na implementação e adoção do modelo.

Os pesquisadores escolheram, individualmente e de forma independente, uma classificação para cada desafio e justificaram seus votos, ocorrendo, então, uma rodada adicional de debates. Ao final desta rodada, os resultados foram apurados³⁰². O texto presente em cada seção “amplitude do desafio” reflete o resultado dessa votação.

VII.1.1. Escopo dos reguladores

Apesar de não ter seu foco na natureza jurídica da entidade regulada, o modelo *Twin Peaks*, em sua essência, prevê que certos entes, sobretudo aqueles de maior risco sistêmico, sejam regulados por ambas as entidades reguladoras, enquanto outros poderiam estar sob a alcada de apenas um de seus “picos”³⁰³. Sendo assim, definir “quem”³⁰⁴ será regulado por cada um deles torna-se fundamental para mitigar problemas de compreensão, custos regulatórios, *accountability* e geração de arbitragem no mercado financeiro local.

Este desafio tem ganhado maior relevância em face da evolução da indústria financeira (responsável por embaralhar as fronteiras históricas entre seus segmentos tradicionais) e das mudanças, em particular aquelas relacionadas à evolução tecnológica (que passam a atrair novos atores para interagir com o

³⁰² Em caso de divergências nas quais nenhuma categoria obtenha maioria, então o nível de esforço do desafio será classificado como “inconclusivo”.

³⁰³ De forma geral, o universo de entes regulados pelo Regulador de Conduta costuma ter escopo mais amplo e abranger todos os agentes, financeiros e até mesmo não-financeiros, que sejam percebidos como integrantes ou impactantes nas atividades associadas com a realidade do sistema financeiro local.

³⁰⁴ Cabe lembrar que, em muitos casos, o foco dos reguladores poderá estar não na “natureza da entidade em si”, mas sim nos produtos ou serviços que ela oferece. Essa abordagem pode possibilitar maior flexibilidade adaptativa às mudanças correntes no sistema financeiro. Ver: CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 32-50.



sistema financeiro como um todo e, eventualmente, ampliam o escopo da ocorrência de riscos sistêmicos em todas as jurisdições).

Vê-se, por conseguinte, a necessidade de definir de forma eficiente³⁰⁵ o rol dos entes regulados das agências reguladoras, bem como as formas através das quais se dará sua constituição atual e eventuais mudanças futuras³⁰⁶.

Neste processo, caberá também avaliar qual rol dos tipos de regulados será idêntico para ambas as agências e os que não o serão³⁰⁷.

Nos distintos processos de implementação do *Twin Peaks* já experimentados até o momento, cada país esteve sujeito ao seu próprio contexto e buscou seus respectivos caminhos para lidar com os obstáculos de suas implementações. Esta heterogeneidade faz com que o Brasil, caso opte pelo *Twin Peaks*, necessite elaborar seu modelo próprio, não sendo possível a simples replicação da experiência de outro país.

Assim mesmo, assume-se que as experiências e decisões observadas em distintas jurisdições, apesar de relacionadas diretamente às realidades locais, podem servir como parâmetros auxiliares na eventual implementação do modelo no Brasil. Neste sentido, este estudo irá apresentar as respostas das jurisdições australiana, britânica e sul-africana³⁰⁸ para algumas destas questões³⁰⁹.

Para fins ilustrativos, o quadro 5 apresenta a questão do escopo das entidades reguladoras no âmbito dos três países utilizados como *benchmark* neste estudo.

³⁰⁵ Por ser baseado em objetivos, o *Twin Peaks* garante significativa flexibilidade na inclusão de entes dentro da alçada reguladora de seus “picos”, ajudando a diminuir eventuais impactos do fenômeno conhecido como a diluição das fronteiras (“the blurring of the boundaries”), inclusive no tocante às entidades não puramente financeiras. Assim mesmo, experiências internacionais demonstram a importância de se obter maior clareza de tais definições, bem como das eventuais regras para definir eventuais limites no escopo de atuação do regulador prudencial do modelo.

³⁰⁶ Ou seja, de maneira a abranger a situação atual e estar apto a se adaptar às mudanças que virão.

³⁰⁷ Como no caso australiano, no qual o segmento de *securities* e IFs não sistêmicas estão incluídas apenas na ASIC.

³⁰⁸ Considerando os países que já adotaram o modelo, este trabalho elegeu fazer análises mais detalhadas das seguintes jurisdições: (1) Austrália: por ser pioneira e, consequentemente, por ter um modelo com maior histórico para avaliação, incluindo ajustes realizados nas últimas décadas; (2) Reino Unido: por sua relevância econômica e financeira; e (3) África do Sul: por ter sido o país a mais recentemente adotar o modelo e a primeira nação em desenvolvimento a fazê-lo.

³⁰⁹ Considera-se aqui, somente os sete primeiros itens levantados (descritos nas subseções VII.1.1. a VII.1.7.), visto que são aqueles mais especificamente ligados ao modelo *Twin Peaks*.

**Quadro 5 – Escopo dos reguladores**

Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
Características gerais:	<p>Foco não está na natureza da instituição, mas sim nos produtos e serviços que oferecem;</p> <p>Escopos estabelecidos nos atos legais de criação de cada regulador (APRA Act e ASIC Act)</p> <p>Regulador de conduta – escopo amplo (produtos e serviços financeiros)³¹⁰;</p> <p>Regulador prudencial – escopo menos amplo, que inclui as entidades³¹¹ que estejam dentro do escopo regulatório da APRA, como ADIs (<i>deposit-taking institutions</i>), holdings financeiras, seguradoras</p>	<p>Legislação de caráter mais prescritivo quanto ao perímetro, com definições exaustivas no RAO 2001³¹⁴ de quais tipos de atividades colocariam seus prestadores sob o perímetro regulatório da PRA e da FCA.</p> <p>FSMA 2000 / FSA 2012 servem como base conceitual geral³¹⁵ complementada e detalhada de forma exaustiva pela RAO 2001. Regulação geral também é complementada por certos regulamentos específicos, como o Regulamento de Dinheiro Eletrônico (<i>Electronic Money Regulation</i> 2011) e o Regulamento de Serviços de Pagamento</p>	<p>Escopo amplo, baseado nos conceitos de: (i) “produtos” financeiros (tudo aquilo que o consumidor “compra” da IF); e (ii) “serviços” financeiros (qualquer serviço relacionado a determinado produto financeiro)³¹⁸;</p> <p>Escopos (tipos de produtos e serviços) estabelecidos de forma descritiva pelo FSR Act n. 9 de 2017³¹⁹;</p> <p>FSCA – escopo amplo que inclui todos os provedores de</p>

³¹⁰ Além das entidades “tradicionalis” que também fazem parte do escopo regulatório da APRA, o alcance da ASIC inclui diversos outros entes envolvidos com a prestação de serviços ou relacionados com indústria financeira nacional, como, entre outros:

(i) a grande maioria dos “*managed investment schemes*” (fundos de investimento administrados, conforme a classificação da ASIC).. Ver: AUSTRALIA SECURITIES & INVESTMENTS COMMISSION (ASIC). Managed investment schemes. Asic, 2025.

(ii) as companhias incluídas no Corporations Act 2001;

(iii) as financeiras (“RFCs - registered financial corporations”), que, em comparação, possuem com a APRA relações de natureza apenas informacional; e

(iv) as companhias de infraestrutura (Financial Market Infrastructure - FMI), cuja supervisão cabe, sobretudo, à ASIC e ao RBA, seja de forma individual ou conjunta. A APRA possui papel de apoio à ASIC em casos eventuais e também é responsável “pelos requisitos de margem e mitigação de riscos aplicáveis a derivativos não compensados de forma centralizada, bem como pelos requisitos de capital referentes às exposições de membros de compensação a contrapartes centrais qualificadas. Esses requisitos se aplicam às entidades supervisionadas pela APRA.” (tradução livre). Ver: COUNCIL OF FINANCIAL REGULATORS. **Financial Market Infrastructure**. CFR, 2025.

³¹¹ Visto que, a princípio, toda entidade que forneça os serviços descritos dentro de seu escopo regulatório deve ser supervisionada pela agência, a APRA utiliza a supervisão baseada em risco para facilitar sua gestão dos entes regulados.

³¹⁴ Financial Services and Markets Act 2000 (*Regulated Activities*) Order 2001 (RAO): ato legal secundário (*Statutory Instrument*) que contém a lista exaustiva das atividades e instrumentos que devem ser regulados. Ver: <https://www.legislation.gov.uk/ksi/2001/544/contents/made>. Acesso em: 30 set. 2025.

³¹⁵ Em sua seção 19, o FSMA 2000 proíbe que qualquer pessoa exerça uma “atividade regulamentada” no Reino Unido sem a autorização dos reguladores (FCA e PRA).

³¹⁸ Para listas detalhadas de produtos e serviços financeiros, ver s.2 e s.3, respectivamente, do Financial Sector Regulation Act, No. 9 de 2017. Ver: <https://www.gov.za/documents/financial-sector-regulation-act-9-2017-english-sepedi-22-aug-2017-0000>. Acesso em: 24 abr. 2025.

³¹⁹ Idem.



Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
(saúde, vida e geral) e fundos de pensão ("Superannuation Funds") / previdência (RSA – Retirement Savings Accounts) ³¹² ; Sobreposições de escopo: agências devem seguir o princípio da "intensidade das promessas" (ou clara hierarquia de responsabilidades) ³¹³ .	(Payment Services Regulations 2017).	Regulador de conduta: conceito amplo, aplicável a qualquer instituição que preste serviços financeiros; no caso de IFs não reguladas pela PRA, caberá à FCA exercer também o papel de supervisor prudencial ³¹⁶ . Regulador prudencial: abrange IFs sistêmicas (duplamente reguladas) tomadoras de depósitos (incluindo bancos, sociedades de construção e cooperativas de crédito); seguradoras e algumas	serviços e produtos financeiros ³²⁰ ; PA – escopo inclui todas as entidades provedoras de produtos financeiros e de serviços de valores mobiliários, além da infraestrutura de mercado ³²¹ ; SARB – para cumprir seu mandato macroprudencial, o FSR Act n.º 9 concedeu ao SARB o direito de designar quais entidades devem ser classificadas como

³¹² De forma geral, são cerca de 1.800 regulados, incluindo as entidades autorizadas a deter depósitos, seguradoras e fundos de pensão. Ver: <https://www.apra.gov.au/about-apra#:~:text=Settings,-QualityAuto&text=The%20Australian%20Prudential%20Regulation%20Authority,than%20self%2Dmanaged%20funds>). Acesso em: 9 jul. 2025.

³¹³ A intensidade da regulação prudencial será maior quanto maior for a "intensidade das promessas financeiras" (e consequentemente maior risco sistêmico) da IF. Ver: GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. Twin Peaks – The Legal and Regulatory Anatomy of Australia's System of Financial Regulation. **CIFR Paper** nº 074/2015, 09 set. 2015. P. 14.

³¹⁶ Com exceção dos bancos, sociedades de crédito imobiliário, cooperativas de crédito, seguradoras e grandes firmas de investimento sob supervisão da PRA, todas as demais entidades (cerca de 41.000), são supervisionadas prudencialmente pela FCA. Ver: <https://www.fca.org.uk/publications/corporate-documents/our-approach-to-supervision#If-chapter-id-how-we-supervise-prudential-supervision>). Acesso em 20 maio 2025.

Isso inclui também a supervisão da infraestrutura e de fundos de investimento que, normalmente, não são regulados pela PRA. Por exemplo, cabe à FCA formular o instrumento que regula e supervisiona, inclusive prudencialmente, as firmas de investimento não designadas para o PRA. Para maiores detalhes sobre a regulação prudencial de firmas de investimento pela FCA. Ver: FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). Investment Firms Prudential Regime Instrument 2021. FCA 2021/39.

³²⁰ O "perímetro" supervisório da FSCA está sempre sob constante revisão e inclui além daqueles entes aos quais a regulação e supervisão da FSCA já se aplica, também os entes que deveriam ser regulados, mas ainda não o são e aqueles cujas atividades apresentam sinais de possíveis necessidades de supervisão de conduta em um futuro próximo. Ver: FSCA (2020), p.8. Como exemplo, em 2022 a FSCA considerou que os criptoativos como "produtos financeiros", consequentemente incluindo seus provedores no escopo regulatório de suas atividades; para maiores detalhes, ver: /APEX. South Africa Classifies Crypto Assets as a financial product. Apex, regulatory tracker, out. 2022.

³²¹ Atualmente o PA supervisiona bancos, infraestruturas de mercado, cooperativas financeiras, conglomerados financeiros e seguradoras. Em seu processo de maturação e evolução, a PA irá, em 2026, a regular prudencialmente também os Fundos de Pensão, os esquemas de investimentos coletivos e as sociedades mutualistas do sistema financeiro sul-africano. Ver: PRUDENTIAL AUTHORITY (PA). **Annual Report 2024/2025**. South African Reserve Bank, 2025. P. 22.



Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
		firms de investimento designadas ³¹⁷ .	sistemicamente importantes ³²² . Para entidades duplamente reguladas, o FSR Act n.9 estabeleceu o mecanismo da “ <i>responsible authority</i> ” ³²³ , na busca de facilitar o processo regulatório tanto para o ente regulado ³²⁴ quanto para o próprio regulador ³²⁵ .
Comentários adicionais	Visto o caráter menos prescritivo do arcabouço legislativo da Austrália ³²⁶ , é necessária a existência de alto nível de cooperação e bom senso ³²⁷ na gestão de eventuais conflitos de escopo entre as duas agências. O modelo de “intensidade das promessas” traz certa	O modelo de natureza mais prescritiva britânico pode gerar riscos de áreas cintzentas, isto é: atividades que poderiam estar fora do perímetro definido pelo RAO 2001, sobretudo frente à	Para que a PA possa focar apenas nas IFs “prudencialmente” relevantes, ela tem o direito de delegar parte de sua supervisão prudencial para a FSCA ³²² . Também tem estabelecido métodos de gestão de risco e

³¹⁷ Atualmente, a PRA possuí cerca de 1.300 regulados. Lista completa disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/authorisations/which-firms-does-the-pra-regulate>. Acesso em: 20 maio 2025.

³²² Parte 6, Cap. 2 do FSR Act n.9 (2017). Adicionalmente, após definir uma entidade como sistematicamente relevante, o SARB: (i) por meio da PA estabelece os parâmetros e faz sua supervisão; mas (ii) mantém sob a responsabilidade do próprio SARB o papel de “autoridade de resolução”, conforme previsto no *Financial Sector Laws Amendment Act* 23 de 2021 (FSLAA). Ver: *Resolution Authority*. Acesso em: 05 set. 2025.

³²³ Apesar de designar quais “serviços ou produtos” estariam sob a responsabilidade de cada regulador (p.ex.: bancos e seguradoras para PA; e prestadores de serviços de assessoria financeira e esquemas de investimentos coletivos para a FSCA), o FSR Act n.9 também permite a eventual delegação de tais poderes (via memorando de entendimento entre as partes), caso seja a decisão de ambas. Ver: FSR Act n.9 (2017) Cap. 1, Parte 1, Subseção 5.

³²⁴ Promovendo, de forma geral, a possibilidade de apenas um ponto de interação em determinadas atividades regulatórias, como o licenciamento, por exemplo.

³²⁵ FSCA e PA, mesmo tendo direito de agir como autoridades responsáveis (“*responsible authorities*”), empregam meios para garantir a devida participação de ambos na gestão dos entes duplamente regulados, como, por exemplo, na necessidade de concordância da PA para emissão ou revogação de licenças dadas pela FSCA para tais regulados. Ver: PRUDENTIAL AUTHORITY (PA); FINANCIAL SECTOR CONDUCT AUTHORITY (FSCA). Memorandum of Understanding between The Prudential Authority and the Financial Sector Conduct Authority. FSCA, 28 set. 2018. Item 9, p.6.

³²⁶ E apesar da existência do princípio da “intensidade das promessas”.

³²⁷ CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 41.

³³² Ver: HAVEMANN, Roy. Twin Peaks in South Africa. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). **The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation**. Cambridge University Press, 2021. P. 147.

Como exemplo, a FSCA tem supervisionado seguradoras não-licenciadas, atuado sob delegação de poderes da PA para isso. Ver: PRUDENTIAL AUTHORITY (PA). **Annual Report 2024/2025**. South African Reserve Bank, 2025. P. 25.



Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
	<p>dificuldade de compreensão das atribuições de cada regulador por parte dos investidores, sobretudo os de varejo³²⁸;</p> <p>Como forma de “flexibilizar” a natureza mais restritiva do escopo de atuação da APRA, a legislação local prevê a possibilidade de ajustes periódicos neste quesito³²⁹.</p>	<p>rápida evolução do mercado e dos produtos financeiros³³⁰;</p> <p>Visto que o perímetro definido no RAO 2001 é de responsabilidade do Tesouro, os reguladores passam a ter restrições e riscos em termos de tempo de implementação para a promoção de eventuais alterações necessárias³³¹.</p>	<p>supervisão proporcional³³³ sobre sua base de regulados para garantir maior eficiência de seus recursos;</p> <p>No caso da infraestrutura de mercado, o modelo corrente de autorregulação está sendo revisto, buscando refletir o papel mais abrangente da FSCA após 2018 na supervisão do sistema financeiro local³³⁴.</p>

Fonte: elaboração própria.

³²⁸ Ver: GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. Twin Peaks – The Legal and Regulatory Anatomy of Australia's System of Financial Regulation. **CIFR Paper** nº 074/2015, 09 set. 2015. P. 14.

³²⁹ Regulamentos poderão alterar o escopo das entidades reguladas, em razão de necessidades eventuais para incluir novos tipos de entidades ou alterar a descrição delas. Ver: APRA Act 1998, Part I, Section 3, subsection (3).

³³⁰ A FCA, por exemplo, publica periodicamente seu “Perimeter Report” e, costumeiramente, aponta a dificuldade de lidar com a complexidade crescente do desenvolvimento de novos produtos ou serviços financeiros. Ver: <https://www.fca.org.uk/publications/corporate-documents/perimeter-report>. Acesso em: 30 set. 2025.

³³¹ Como atestado, por exemplo, nos achados de uma investigação do Comitê do Tesouro sobre o perímetro regulatório da FCA. Para maiores detalhes, ver: <https://publications.parliament.uk/pa/cm201719/cmselect/cmtreasy/2594/259404.htm>. Acesso em: 30 set. 2025.

³³³ Isso se traduz efetivamente na adaptação da natureza e intensidade da supervisão, levando em consideração o perfil de risco, o modelo de negócios ou o porte de uma instituição financeira. Ver: PRUDENTIAL AUTHORITY (PA). **Annual Report 2024/2025**. South African Reserve Bank, 2025. P. 27.

³³⁴ FINANCIAL SECTOR CONDUCT AUTHORITY (FSCA). **The FSCA participates in Investec SA Markets Surveillance Conference - Astrid Ludin Speech**. FSCA, s.d.



VII.1.1.1. Diagnóstico do cenário atual brasileiro

No cenário atual brasileiro, o exercício da atividade regulatória do sistema financeiro nacional se dá por quatro reguladores setoriais, que são responsáveis, especificamente, por seus mercados: BCB (setor bancário e instituições financeiras); CVM (valores mobiliários); Previc (Previdência Complementar); Susep (Seguros Privados) (conforme, inclusive, visto no capítulo VI sobre a estrutura regulatória do Brasil).

Apesar da especialização de cada autarquia, o modelo regulatório brasileiro ainda enfrenta desafios relacionados à fragmentação e à sobreposição de competências. A evolução do mercado financeiro e a crescente complexidade dos produtos dificultam a manutenção das fronteiras de atuação dos reguladores e, por vezes, podem exigir um tratamento multissetorial. O objetivo, com isso, é reduzir o risco de lacunas regulatórias e de incerteza jurídica.

Um exemplo recente é o criptoativo. Se tratado como moeda, o criptoativo se submeteria à regulação do BCB. Por outro lado, caso seja entendido como valor mobiliário, submeter-se-ia à CVM³³⁵. De toda a sorte, em cenários como esse, os reguladores se comportam com base em três pilares: (i) produção normativa; (ii) reestruturação administrativa e (iii) abertura de consultas públicas.

No citado exemplo, a CVM se valeu de produção normativa para se posicionar, o que foi feito com a publicação do Parecer de Orientação nº 40, de outubro de 2022. Este documento estabeleceu diretrizes para identificar quando criptoativos devem ser considerados valores mobiliários. O parecer adota uma abordagem funcional, avaliando a natureza econômica desses ativos — como *tokens* de pagamento, utilidade ou vinculados a ativos — e estabelece princípios como o “*full and fair disclosure*”, exigindo transparência e diligência na atuação de emissores e intermediários^{336_337_338}.

³³⁵ “No entanto, a depender da respectiva caracterização e finalidade do respectivo criptoativo, este pode se sujeitar a determinado regime jurídico específico, alterando a visão acima exposta (e.g., um criptoativo considerado como valor mobiliário, por consequência, sujeita-se à regulação da CVM, nos termos da Lei 6.385/76).”. Ver: MELLO, José Luiz Homem de; CEITLIN, Laura Freitas; MESQUITA, Fernão. Stablecoins: uma análise jurídico-regulatória a partir de suas funcionalidades. Lift Paper, v. 6, edição especial, dez. 2023.

³³⁶ Para ter acesso a integralidade do Parecer, ver: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html>.

³³⁷ Outro exemplo se deu em um ponto específico, a Resolução CVM n. 175/22, regulamentadora dos fundos de investimento, em que esta trouxe uma nova permissão para que fundos de investimento detivessem até 10% de seu patrimônio em criptoativos, sem necessidade de estruturação via entidades estrangeiras, aumentando, assim, a clareza regulatória e a segurança para investidores individuais e institucionais. Sobre o tema, ver: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>.

³³⁸ Ainda sobre criptoativos e a atuação da CVM, este órgão reestruturou a organização de algumas de suas áreas técnicas por meio da Resolução Interna nº 24, integrando a supervisão dos criptoativos em diferentes superintendências. Ficou definido que a SSR (Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos) supervisionará contratos de investimento coletivo com



Já o BCB, em relação aos criptoativos³³⁹, se valeu de Consulta Pública (CP), ao abrir as CPs de n. 109 e 110, propondo um novo marco infralegal para disciplinar o mercado das Prestadoras de Serviços de Ativos Virtuais (PSAVs)³⁴⁰.

O exemplo dos criptoativos evidencia como o desenvolvimento de tecnologias podem extrapolar as fronteiras setoriais e revelam a necessidade de maior integração, coordenação e adaptabilidade entre os reguladores, de forma a garantir respostas rápidas, consistentes e coerentes às demandas do mercado e da sociedade.

Quadro-resumo

- Escopo atual dos reguladores é predominantemente **setorial**;
- A maior **complexidade** decorrente do desenvolvimento do sistema financeiro tem **gerado desafios** para a definição do escopo.

Fonte: elaboração própria.

VII.1.1.2. Amplitude do desafio

Classificação: normal (nível de esforço significativo, mas com grandes possibilidades de êxito).

O desenho setorial prevalece no cenário brasileiro. Isso significa que para implementar o *Twin Peaks* no atual contexto, seria preciso redefinir o escopo dos reguladores, a fim de estabelecer o que seria enquadrado no regulador de conduta e no regulador prudencial.

criptoativos — por meio das gerências GRID, GSR-1 e GSR-2 — enquanto a SSE (Superintendência de Securitização e Agronegócio), via gerências GSEC-1 a GSEC-3, assumirá a fiscalização de emissões envolvendo ativos digitais nestes setores. Ver: GUSSON, Cassio. CVM altera resolução e define quem será responsável pelas criptomoedas e ativos digitais. *Cointelegraph*, 15 jul. 2025.

³³⁹ A atuação do BCB no campo da criptoeconomia ganhou novo fôlego com a publicação da Lei nº 14.478/22, que estabeleceu o marco legal para os ativos virtuais. A lei conferiu ao BCB a competência para regulamentar e supervisionar as Prestadoras de Serviços de Ativos Virtuais (PSAVs), como exchanges e custodiante, definindo parâmetros para autorização, funcionamento, transferência de controle e aplicação de penalidades. Sobre o tema, ver: AGÊNCIA CÂMARA DE NOTÍCIAS. Entra em vigor lei que regulamenta setor de criptomoedas no Brasil. *Câmara dos Deputados*, 22 dez. 2022.

³⁴⁰ As minutas dividem as prestadoras em três categorias: (i) intermediárias — que realizam operações de compra e venda de criptoativos (com capital mínimo de R\$ 1 milhão), (ii) custodiante — responsáveis pela guarda dos ativos e chaves privadas (R\$ 2 milhões), e (iii) corretoras — que agregam intermediação e custódia (R\$ 3 milhões). Além disso, exigem a segregação patrimonial entre recursos dos clientes e da empresa, estruturas robustas de governança e controles de prevenção a crimes financeiros, incluindo mecanismos de *Know Your Token* (KYT).



Embora essa redefinição demande que sejam dissipadas as fronteiras clássicas atualmente existentes entre cada setor regulado, a formulação do escopo referente à “conduta” e à “prudência” poderia simplificar a extensa lista segmentada que prevalece no modelo corrente.

Além disso, a lei responsável por redefinir o escopo não precisaria ser exaustiva. Assim como ocorre no modelo atual, os reguladores possuem a chamada “reserva de regulação”³⁴¹, ou seja, a competência para detalhar, por conta própria (e sem depender do Poder Legislativo ou Executivo), suas atribuições por meio de atos normativos (como resoluções), desde que essa possibilidade esteja prevista na lei que implementa o *Twin Peaks*.

Destaca-se, ainda, que os reguladores possuem certo nível de cooperação e coordenação³⁴², o que poderia facilitar uma melhor definição do escopo *a posteriori* pelos reguladores de conduta e prudencial.

Portanto, ainda que não seja tarefa fácil definir o escopo (e quais reguladores irão permanecer na adoção do modelo³⁴³), o cenário brasileiro não parece apresentar grandes碍 para a migração ao novo modelo.

Tendo em vista as razões apresentadas, o desafio de definir o escopo dos reguladores em eventual adoção do modelo *Twin Peaks* no Brasil foi classificado como **normal**.

VII.1.2. Objetivos, responsabilidades e atividades dos entes reguladores

A adoção do modelo *Twin Peaks* exige três definições importantes: (1) “quem” será regulado; (2) “aquito” que se buscará regular em relação ao ente regulado; e (3) “como” se dará a regulação, ou seja, quais instrumentos regulatórios serão utilizados.

No caso do *Twin Peaks* tal questão é ainda mais importante, pois trata-se de modelo regulatório baseado em objetivos, sendo, portanto, primordial que eles estejam o mais claramente definidos para cada entidade reguladora³⁴⁴.

Apesar de ser, teoricamente, um modelo regulatório baseado exatamente na diferença dos objetivos de seus dois “Peaks”, nota-se a existência de diferenças

³⁴¹ FONSECA, Francisco José Defanti. Reserva de Regulação da Administração Pública. In: GUERRA, Sérgio. **Teoria do Estado Regulador**. Volume II. Curitiba: Juruá, 2016.

³⁴² Sobre coordenação e cooperação entre os reguladores, ver seção VII.1.3.1, que trata do diagnóstico brasileiro em relação à governança.

³⁴³ Tendo em vista a estrutura atual com os quatro reguladores setoriais, BCB, CVM, Previc e Susep, a adoção do modelo demandaria a extinção de parte deles.

³⁴⁴ Conforme pôde ser observado na experiência australiana, a distinção entre ambas as regulações está longe de ser clara. Ver: CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 50.



relevantes nos objetivos e responsabilidades fixadas para os reguladores nas jurisdições que já adotaram o modelo, como por exemplo: (i) a necessidade de atentar-se não somente aos seus objetivos primários (i.e.: objetivos prudencial e de conduta / proteção dos consumidores de serviços e produtos financeiros), mas também a outros objetivos, como os eventuais impactos de seus atos regulatórios sobre a competição³⁴⁵; e (ii) influência que os objetivos de um regulador possam vir a ter sobre os objetivos do outro³⁴⁶. Por conseguinte, percebe-se que cada jurisdição deverá, previamente, buscar definir exatamente aquilo que se espera de cada um de seus reguladores, em linha com as peculiaridades e com o contexto de seu sistema financeiro e com seu próprio cenário regulatório.

Essa distinção entre os objetivos torna-se ainda mais importante pelo fato de o modelo trazer, por si só, a necessidade de que diversas IFs (sobretudo aquelas de risco sistêmico) sejam reguladas por mais de um regulador. Por conseguinte, a clara definição prévia dos objetivos e, consequentemente, das funções e do portfólio de instrumentos regulatórios atribuídos à cada órgão³⁴⁷ diminuirá não apenas as sobreposições regulatórias, mas também os riscos de arbitragem regulatória³⁴⁸.

No âmbito deste desafio, a relevância de sólido arcabouço legal que possibilite aos reguladores atuarem em conformidade com seus objetivos e dê-lhes poder de *enforcement* torna-se fator relevante no processo introdução do modelo³⁴⁹.

Deve-se também dar especial atenção para a definição de algumas questões sobre a divisão de responsabilidades entre os reguladores nas seguintes

³⁴⁵ Por exemplo, no modelo britânico tanto a FCA quanto a PRA devem levar em consideração o impacto regulatório de seus atos sobre a competição local (evitando, na medida do possível, causar impactos negativos). No caso australiano, em seu formato original, apenas caberia à APRA observar o tema da competição em seus objetivos, não estando a ASIC sujeita a isso. Ver: GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. A jurisdictional comparison of the twin peaks model of financial regulation. *Journal of Banking Regulation*, v. 18, p. 103-131, 2017b.

³⁴⁶ Visto como uma exceção nos distintos formatos de *Twin Peaks* já implementados, a legislação britânica possibilita a PRA ter certo “poder de veto” sobre atividades da FCA. Ver: GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. A jurisdictional comparison of the twin peaks model of financial regulation. *Journal of Banking Regulation*, v. 18, p. 103-131, 2017b.

³⁴⁷ Geralmente, casos nos quais as funções não estejam bem demarcadas irão gerar maiores dificuldades na definição de quais instrumentos poderão ser utilizados por qual agência, quando necessário. Ver: GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Twin peaks and financial regulation: The challenges of increasing regulatory overlap and expanding responsibilities. *The International Lawyer*, v. 49, n. 3, p. 273-298, 2016. P. 16.

³⁴⁸ Para diminuir as sobreposições regulatórias, além da clareza de objetivos, o modelo deve contar com um eficiente sistema de cooperação entre as agências e com boa dose de bom senso entre os reguladores. Ver: CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 41.

³⁴⁹ CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.



situações específicas: momentos de crise financeira; e em relação aos casos de regime especial de resolução, sobretudo na hipótese de divisão entre reguladoras micro e macro prudenciais³⁵⁰.

Outro ponto de especial destaque na divisão de responsabilidades se refere a definição clara dos papéis dos reguladores na prevenção e combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo, e da proliferação de armas de destruição em massa (PLD/FTP). Em face das crescentes pressões internacionais e da maior complexidade dos mercados financeiros, percebe-se o incremento do risco reputacional e, consequentemente, sistêmico sobre a indústria financeira nacional advindos de eventual má gestão das ações de PLD/FTP.

Para fins ilustrativos, o quadro 6 apresenta a questão dos objetivos, responsabilidades e atividades das entidades reguladoras no âmbito dos três países utilizados como *benchmark* neste estudo³⁵¹.

Quadro 6 – Objetivos, responsabilidades e atividades dos reguladores

Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
Características gerais	Objetivos de cada agência estão definidos, sobretudo, em seus estatutos ³⁵² , mas partes de seus mandatos podem ser observados em outros atos legais do SFN da Austrália ³⁵³ ;	Objetivos se encontram refletidos no arcabouço legal do SFN ³⁶⁰ ; FCA: objetivos primários se dividem em estratégico (assegurar que os mercados	Objetivos de cada agência são claramente definidos no FSRA 2017 ³⁶⁹ . PA: objetivos definidos pelo FSR Act 2017: promover e aprimorar a segurança e

³⁵⁰ Quem seria o responsável final pela gestão do regime especial de resolução? Em qual momento ele seria acionado? Como seria garantida a adequação e a pontualidade da transferência das informações obtidas na supervisão prudencial para o agente de resolução, caso ambos fossem agências distintas? Ver: NIER, Erlend Walter. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. **IMF Working Paper**, n. 09/70, abril 2009.

³⁵¹ Considerando os países que já adotaram o modelo, este trabalho elegeu fazer análises mais detalhadas das seguintes jurisdições: (1) Austrália: por ser pioneira e, consequentemente, por ter um modelo com maior histórico para avaliação, incluindo ajustes realizados nas últimas décadas; (2) Reino Unido: por sua relevância econômica e financeira; e (3) África do Sul: por ter sido o país a mais recentemente adotar o modelo e a primeira nação em desenvolvimento a fazê-lo.

³⁵² APRA Act (1998) e ASIC Act (2001).

³⁵³ Por exemplo, no caso da APRA, seu mandato está distribuído não somente em seu ato legal formador, o *Australian Prudential Regulation Authority Act* 1998 (APRA Act), como também em cinco atos primários setoriais: o *Banking Act* 1959, o *Insurance Act* 1973, o *Life Insurance Act* 1995, o *Private Health Insurance (Prudential Supervision) Act* 2015 e o *Superannuation Industry (Supervision) Act* 1993. Ver: <https://www.apra.gov.au/apras-objectives#apra-s-objectives>. Acesso em: 15 set. 2025.

³⁶⁰ No FSMA 2000, devidamente emendado pelo FSA 2012, que introduziu o *Twin Peaks* no Reino Unido.

³⁶⁹ Ver Capítulos 3 e 4 do *Financial Sector Regulation Act*, No. 9 de 2017. Disponível em: https://www.gov.za/sites/default/files/gcis_document/201708/4106022-8act9of2017finansectorregulation.pdf.



Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
	<p>Objetivos primários: na APRA incluem suas funções macro (“promoção da estabilidade financeira”) e microprudenciais (promoção da segurança financeira das IFs); na ASIC se configuram como a promoção da integridade de mercado e da proteção do consumidor;</p> <p>Objetivos secundários: no caso da APRA, seu mandato primário deve ser alcançado equilibrando os objetivos adicionais de promoção da eficiência, competição, contestabilidade e neutralidade competitiva no sistema financeiro local³⁵⁴. Quanto à ASIC, destacam-se³⁵⁵, dentre outros: a manutenção, facilitação e melhoria do desempenho das IFs e do sistema financeiro; a promoção de maior acesso à informação; e, adicionalmente, observar os impactos na competição de suas medidas³⁵⁶;</p> <p>Não há previsão legal de prevalência de qualquer tipo de regulação sobre as demais;</p> <p>PLD/FTP: centralizado na <i>Australian Transaction Reports</i></p>	<p>relevantes funcionem bem) e operacionais (proteção ao consumidor; integridade do sistema financeiro; e promoção efetiva da competição no interesse dos consumidores)³⁶¹;</p> <p>PRA: o FSMA 2000 define entre seus “deveres”, um objetivo geral (“promoção da segurança e solidez das entidades autorizadas pela entidade) e um objetivo de “Seguros” (contribuir para assegurar um nível apropriado de proteção para os detentores ou futuro detentores de apólices de seguros)³⁶²;</p> <p>Objetivos secundários: FSMA 2023 introduziu para ambas as agências os objetivos secundários de promoção da competitividade internacional do SFN britânico e do crescimento econômico nacional. PRA³⁶³. A PRA também possui o objetivo secundário de facilitar a competição eficiente em seus mercados regulados³⁶⁴</p> <p>Tendência de maior relevância dos objetivos de estabilidade</p>	<p>solidez das IFs e das infraestruturas de mercado (IMs); proteger os consumidores de serviços financeiros contra os riscos destas instituições faltarem em cumprir suas obrigações e; dar suporte ao SARB na manutenção da estabilidade financeira³⁷⁰;</p> <p>FSCA: o FSR Act 2017 delega à FSCA as responsabilidades de apoiar e aprimorar a eficiência e integridade dos mercados financeiros, de proteger seus consumidores³⁷¹, e de apoiar a estabilidade financeira³⁷²;</p> <p>Apesar de não serem mencionados explicitamente como “objetivos” ou “competências”, o FSR Act 2017 delega aos reguladores outras “funções”, como o dever da PA e da FSCA de apoiar a competição sustentável e cooperar com a Comissão de Competição local³⁷³;</p> <p>O FSR Act 2017 inclui a possibilidade do SARB determinar diretrizes aos demais reguladores em casos de eventos sistêmicos³⁷⁴;</p>

³⁵⁴ Ver: APRA Act (1998), Part 2, s.8 (2).

³⁵⁵ ASIC Act 2001, ss. 1(2).

³⁵⁶ Ver: Treasury Laws Amendment (Enhancing ASIC's capability) Bill 2018, EM, pp. 5–6; ASIC Act, ss. 1(2A). Disponível em: https://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Bills_Legislation/Bills_Search_Results/Result?bld=r6087. Acesso em: 15 set. 2025.

³⁶¹ FSMA 2000, parte 1A, cap. 1, s. 1B, 1C, 1D e 1E.

³⁶² FSMA 2000, parte 1A, cap. 2, s. 2B(2) e 2C(2).

³⁶³ FSMA 2000, s. 1EB e s. 2H.

³⁶⁴ BANK OF ENGLAND. Competitiveness and growth: the PRA's second report. BoE, 26 jun. 2025.

³⁷⁰ FSR Act 2017, capítulo 3, s.3.

³⁷¹ O FSR Act 2017 também estipula que a proteção dos consumidores deveria vir não somente pela promoção do tratamento justo recebido das IFs, mas também por meio da “educação financeira” dos consumidores atuais e de potenciais novos consumidores. Ver: FSR Act 2017, capítulo 4, s.57 (b) (i) e s.57 (b) (ii).

³⁷² FSR Act 2017, capítulo 4, s.57.

³⁷³ Para maiores detalhes sobre as “funções” delegadas à PA e à FSCA, ver, respectivamente, FSR Act 2017 capítulo 3, s.34 e capítulo 4, s.58.

³⁷⁴ Ver: FSR Act 2017, Capítulo 2, s. 18(2).



Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
	<p><i>and Analysis Centre</i> (AUSTRAC); APRA e ASIC não possuem nenhuma responsabilidade legislativa direta³⁵⁷. Interesses apenas gerais sobre <i>compliance</i> de seus regulados quanto ao tema;</p> <p>Regime de Resolução Especial: a Austrália possui um arcabouço bem estabelecido³⁵⁸, que designa a APRA, com base em suas funções prudenciais, como a responsável primária³⁵⁹, mas que também conta com o RBA no papel de fornecedor emergencial de liquidez.</p>	<p>financeira (prudencial) sobre os de conduta de mercado, proteção ao consumidor³⁶⁵ e defesa da concorrência.</p> <p>PLD/FTP: FCA desempenha um papel central e crucial neste tema: não apenas é o supervisor primário das IFs, como é considerado um dos supervisores estatutários, integrante do esquema nacional para mitigação dos riscos associados à PLD/FTP. No caso da PRA, sua atuação seria de forma mais indireta³⁶⁶.</p> <p>Em geral, a autoridade primária de resolução especial é o BoE, porém com apoio do</p>	<p>PLD/FTP: Cabe ao <i>Financial Intelligence Center</i> (FIC) – regular (por meio do FI Act) o tema à nível nacional e às agências reguladoras supervisionar e fazer o <i>enforcement</i> (das regras do FI Act) sobre seus regulados;</p> <p>Necessidade de implementação de efetiva coordenação entre os reguladores e entre estes e o FIC e o FSOC; incluindo a participação dos reguladores no FIC <i>Enforcement Forum</i></p> <p>Regime de Resolução: a autoridade primária é o SARB³⁷⁵.</p>

³⁵⁷ Relação meramente colaborativa, com agências reportando temas para AUSTRAC, porém sem obrigação que AUSTRAC se dirija às agências de forma semelhante. Também inclui interesses comuns sobre as políticas aplicadas sobre as IFs quanto à PLD/FTP, como a “*know-your-customer*” (KYC). Ver: GASKELL (2007).

³⁵⁸ Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). . Australia: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Bank Resolution and Crisis Management. **IMF Staff Country Report**, n. 2019/048, fev. 2019. P. 4.

³⁵⁹ Com poderes adicionais garantidos pelo *Financial Sector Legislation Amendment (Crisis Resolution Powers and Other Measures) Act 2018* (CMA).

³⁶⁵ A caracterização do modelo do Reino Unido como prescritivo e com primazia prudencial é resultado direto das lições aprendidas com a Crise Financeira Global (CFG) de 2007-2008. A reforma que instituiu o Twin Peaks em 2013 foi uma resposta às falhas do regulador único anterior, a Financial Services Authority (FSA). A FSA era vista como priorizando os objetivos de proteção ao consumidor e conduta de mercado, que possuem maior visibilidade política, em detrimento da supervisão prudencial. A crise expôs as fraquezas dessa abordagem, e a falha em prevenir a quebra do banco Northern Rock foi um catalisador para a mudança. Consequentemente, a nova arquitetura foi desenhada para reforçar a estabilidade financeira. Isso se manifesta de duas formas principais: (i) Estrutura Legal (“*Hard-Law*”): Diferente de modelos que dependem de cooperação informal, o Financial Services Act 2012 do Reino Unido impõe um dever estatutário explícito para que a Autoridade de Regulação Prudencial (PRA) e a Autoridade de Conduta Financeira (FCA) coordenem suas atividades; e (ii) Primazia Prudencial: A estrutura estabelece uma hierarquia clara. A PRA, abrigada dentro do Banco da Inglaterra para maximizar a coordenação macroprudencial, detém o poder de veto sobre certas ações da FCA em determinadas circunstâncias, para garantir que as considerações de estabilidade financeira e solidez das instituições prevaleçam. Isso reflete a crença de que a falha anterior foi, em parte, devido a um foco insuficiente na regulação prudencial. Ver: GOODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Twin Peaks, macroprudential regulation and systemic financial stability. In: **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge University Press, 2021. p. 347-363.

³⁶⁶ P. ex.: auxiliando a FCA nas entidades reguladas por ambas as agências e fixando normas para exigir a implementação de políticas e processos de mitigação de riscos de PLD/FTP em seus entes regulados.

³⁷⁵ Dever garantido pelo *Financial Sector Laws Amendment Bill* 2018, que emendou o FSR Act 2017, garantindo essas competências ao SARB. Para maiores detalhes, ver s. 54 que inseriu o



Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
		HMT e da PRA/FCA, baseado em atos legais e infralegais nacionais ³⁶⁷ e com escopo sobre diversos entes do SFN ³⁶⁸ .	
Comentários adicionais	<p>Como o modelo adotado não buscou revogar todos os atos legais pré-existentes e criar um ato consolidador único, o arcabouço legal original apresentou debilidades e teve que ser revisto³⁷⁶;</p> <p>Apesar de buscar elencar de forma clara os objetivos de cada regulador, persiste certo risco de sobreposições regulatórias e inconsistências entre suas responsabilidades e atividades³⁷⁷.</p>	<p>Estabelecimento, desde o início, de arcabouço legal consolidado e harmonizado para os entes reguladores³⁷⁸.</p> <p>De forma geral, os objetivos estão definidos de forma prescritiva ("hard-law");</p> <p>Existe clara hierarquia entre os objetivos e aqueles de caráter secundário somente deverão ser perseguidos quando não impactam negativamente os de caráter primário.</p>	<p>Modelo prescritivo;</p> <p>Foco na tentativa de gerar melhor ambiente de proteção ao investidor (visto como uma debilidade antes do <i>Twin Peaks</i>), com atribuições / enforcement reforçados sob o regulador de conduta.</p> <p>O portfólio de ferramentas regulatórias estabelecido pelo FSRA é abrangente e foi projetado para ser proativo, instrutivo e baseado em resultados³⁷⁹.</p>

Fonte: elaboração própria.

Capítulo 12A no FSRA 2017. Disponível em: <https://www.resbank.co.za/content/dam/sarb/what-we-do/financial-stability/Financial%20Sector%20Laws%20Amendment%20Bill%202018.pdf>. Acesso em: 02 out. 2025.

³⁶⁷ Com especial destaque para o *Banking Act* 2009, com seu subsequente Código de Prática para o Regime de Resolução Especial (*SRR Code of Practice 2025*) emitido pelo HMT e com o recentemente publicado *Bank Resolution (Recapitalisation) Act 2025*.

³⁶⁸ Além de bancos, cooperativas de crédito, conglomerados e dos fundos de investimento regulados pela PRA (todos incluídos nas diretrizes do regime especial de resolução do *Banking Act* 2009), o FSMA 2023 (*Part 7, Schedule 11*) introduziu a expansão do Regime de Resolução Especial britânico para as contrapartes centrais.

³⁷⁶ Os Atos para formação da APRA e ASIC foram vagos. Não houve a criação de um *framework* consolidado e mais assertivo para as agências. Ao contrário, foram utilizados os diversos instrumentos legais setoriais existentes, muitos dos quais não estavam alinhados com as novas diretrizes para as agências prudencial e de conduta e/ou possuíam contradições entre si. Tomou-se assim, longo tempo para que os atos setoriais fossem modificados, alinhando-os à nova realidade regulatória. Ver: CARMICHAEL (2021).

³⁷⁷ Apesar das diversas tentativas e propostas para melhorar a demarcação entre as agências, o problema ainda persiste e tem impactado, inclusive, no portfólio de ferramentas regulatórias designado para cada agência, com pressões para uso de restrições de capital por parte da ASIC sobre seus regulados, bem como com a inclusão de medidas de enforcement sobre a remuneração de executivos do setor bancário por parte da APRA. Ver: 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 University Press, 2021. p.89-90.

³⁷⁸ CARMICHAEL, Jeffrey. *Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks*. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

³⁷⁹ Eficácia dessas ferramentas deve ser reforçada por um dever estatutário de cooperação e colaboração entre a PA e a FSCA, formalizado por meio de um Memorando de Entendimento abrangente.



VII.1.2.1. Diagnóstico do cenário atual brasileiro

No Brasil, os objetivos e responsabilidades de cada um dos quatro reguladores financeiros estão previstos em instrumentos diferentes. É interessante notar que, no caso do BCB, da CVM e da Susep, seus respectivos regimes legais descrevem objetivos gerais para a sua atuação (e, em alguns casos, suas respectivas atividades regulatórias, com a definição de competências e atribuições). Já o rol de atribuições da Previc foi delineado de forma mais direta, sem a definição expressa de objetivos gerais como no caso dos demais. A seguir, detalha-se esse cenário.

O BCB, por exemplo, tem como objetivo fundamental assegurar a estabilidade financeira, sendo também responsável por zelar “pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego” (art. 1º da Lei Complementar nº 179/21).

A CVM, por sua vez, tem suas atribuições previstas no art. 4º da Lei nº 6.385/1976 e possui objetivos voltados à promoção do desenvolvimento do mercado de capitais, incentivando a formação de poupança e seu direcionamento para investimentos produtivos, especialmente em ações de companhias abertas de controle nacional. Além disso, este regulador atua para garantir a integridade e eficiência dos mercados de bolsa e de balcão, proteger investidores contra práticas abusivas ou fraudulentas, assegurar a divulgação de informações relevantes e promover condições equitativas e transparentes para todos os participantes³⁸⁰.

Com relação à Susep, seu objetivo é fomentar o desenvolvimento dos mercados de seguros, capitalização e resseguros, promovendo sua integração ao processo econômico e social do país. Atua na preservação da liquidez e solvência das instituições supervisionadas, no aperfeiçoamento das práticas operacionais e na coordenação de suas diretrizes com a política de investimentos do governo federal, em harmonia com as políticas monetária, fiscal e creditícia. Também busca proteger os consumidores desses mercados, assegurando o acesso a

³⁸⁰ Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001) V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.



produtos e serviços adequados, informações claras e tratamento não discriminatório. Por fim, suas ações incluem a promoção da sustentabilidade socioambiental e climática no âmbito das entidades reguladas³⁸¹.

Por fim, a Previc, que, como mencionado, não possui expressamente um objetivo geral, tem como função central a supervisão e o controle das entidades fechadas de previdência complementar, garantindo a regularidade e a segurança de suas operações. Compete a ela autorizar a criação e o funcionamento dessas entidades, aprovar seus regulamentos e planos de benefícios, além de acompanhar reestruturações societárias, convênios e transferências de gestão. Atua também na fiscalização preventiva e repressiva, com poder para apurar infrações, aplicar sanções, decretar intervenção ou liquidação e nomear administradores especiais, quando necessário. Seu exercício busca assegurar o alinhamento do setor às políticas públicas, promover a estabilidade institucional e facilitar soluções de conflitos entre entidades, participantes, patrocinadores e instituidores, reforçando a governança e a confiança no sistema de previdência complementar fechada³⁸².

Outro ponto relevante em relação à definição de objetivos e responsabilidades se refere às competências sobre PLD/FTP. O Brasil conta com o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf), criado pela Lei nº 9.613/1998, no âmbito do Ministério da Fazenda e, posteriormente, vinculado administrativamente ao BCB pela Lei nº 13.974/2020. O Coaf é “responsável por produzir e gerir inteligência financeira para a prevenção e o combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo e da proliferação de armas de destruição em massa”³⁸³. Sua finalidade consiste em disciplinar, aplicar penas administrativas, examinar e identificar ocorrências suspeitas de atividades ilícitas³⁸⁴.

Em relação ao setor financeiro nacional, cada regulador é responsável por supervisionar seus entes regulados para diminuir os riscos das práticas de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo. No caso específico do BCB, esta função foi direcionada à sua área de supervisão de conduta. Em regra, cada regulador estabelece as normas de supervisão e regulação, monitora e recebe informações de suas instituições financeiras reguladas, as quais, em linha com as normas definidas, devem enviar também diretamente ao Coaf as informações sobre seus usuários. Com base nelas, caberá ao Coaf elaborar seu Relatório de Inteligência Financeira e dar prosseguimento ao devido fluxo legal, caso necessário.

Na regulamentação brasileira atual, as políticas de PLD/FTP têm tido um papel importante nos regulamentos editados pelos reguladores setoriais do Sistema Financeiro Nacional. No BCB, por exemplo, a Resolução BCB nº 253, de 2022,

³⁸¹ Art. 5º, Decreto-Lei nº 73/1966.

³⁸² Art. 2º, Lei nº 12.154/2009.

³⁸³ CONSELHO DE CONTROLE DE ATIVIDADES FINANCEIRAS. O que faz o Coaf?. Brasília: Coaf, maio 2024.

³⁸⁴ Art. 14, Lei nº 9.613/1998.



constitui seu Comitê Estratégico de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e ao Financiamento do Terrorismo (CGPLD/FT).

O mesmo aconteceu com a CVM, que editou a Resolução CVM nº 50, de 2021. Esta norma trata da obrigatoriedade de procedimentos de identificação de clientes, registros, comunicação de operações suspeitas, entre outros, por parte dos participantes do mercado de valores mobiliários.

Na Previc, a Instrução Previc nº 34, de 2020, dispõe sobre os procedimentos a serem observados pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) nas políticas de PLD/FTP.

Já no âmbito da Susep, a Circular Susep nº 612, de 2020, regulamenta as exigências relacionadas à prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo no setor de seguros, resseguros, capitalização e previdência complementar aberta.

Por fim, quanto à regulamentação sobre regime especial de resolução³⁸⁵, entende-se que ela seja inadequada³⁸⁶, e que o Brasil ainda carece de um arcabouço mais robusto que permita intervenções mais eficientes, com utilização de recursos públicos apenas como última opção³⁸⁷. A fim de endereçar a questão, está em trâmite projeto de lei complementar (PLP nº 281/2019) sobre o tema³⁸⁸. Apesar de ser apontado como uma das prioridades do Ministério da Fazenda, o projeto ganhou caráter de urgência somente em novembro de 2024³⁸⁹, encontrando-se até o fechamento deste estudo em tramitação na Câmara dos Deputados³⁹⁰.

³⁸⁵ A divisão de responsabilidades em eventuais momentos de riscos sistêmicos gerados por crises pontuais de atores relevantes do mercado.

³⁸⁶ Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil: Financial System Stability Assessment. **IMF Staff Country Report**, n. 18/339, Washington, DC, 2018. P. 6.

³⁸⁷ Atualmente existem apenas dois instrumentos que tratam a resolução de instituições com potencial de risco sistêmico: (i) Regime de Administração Especial Temporária (Decreto-Lei nº 2.231/1987) e; (ii) Lei Complementar nº 101/2000. Nos dois casos, as soluções são diretamente “custeadas” pelo Estado, sendo por meio de controle acionário no primeiro caso e via socorro financeiro com recursos públicos no segundo. Ver: DE MIRANDA ATAÍDE; BRITO (2021).

³⁸⁸ Trata também dos regimes de estabilização e de liquidação compulsória. Quanto ao regime de resolução, sua proposta está alinhada com a estrutura regulatória setorial vigente no país, propondo que BCB, CVM e SUSEP sejam as autoridades competentes para decretar o regime de resolução adequado para tratar da inviabilidade (ou risco de inviabilidade) de uma entidade por elas regulada. Ver: PLP nº 281/2019, art. 4º. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarIntegra?codteor=1851535&filename=PLP%20281/2019. Acesso em 08 abr 2025.

³⁸⁹ Requerimento nº 1555/2023 do Dep. Marcelo Queiroz.

³⁹⁰ A recente crise do Banco Máster pode, porém, acelerar o processo de debate do PLP 281/2019. Ver: FERNANDES, Maria Cristina. As chances de Lula jogar parado no Master. **Valor Econômico**, 08 abr. 2025. Disponível em: <https://valor.globo.com/politica/coluna/as-chances-de-lula-jogar-parado-no-master.ghtml>. Acesso em: 08 abr 2025.



Quadro-resumo

- BCB, CVM e Susep possuem **objetivos mais gerais**, enquanto Previc conta com objetivos mais diretos (sem a definição de objetivos gerais);
- As **atribuições** dos reguladores do SFN brasileiro estão **dispersas** em distintos normativos legais;
- **Os objetivos** possuem, de forma geral, **natureza prudencial e de conduta / proteção ao usuário** de serviços financeiros e cunho **setorial**;
- **PLD/FTP:** os **reguladores são responsáveis por supervisionar os regulados de seu “setor”** do SFN, para diminuir riscos de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo. Participa também desse processo o Coaf.
- Regulamentação sobre **regime especial** de resolução: é **inadequada**. O Brasil carece de um arcabouço mais robusto. Há o PL nº 281/2019 em trâmite, que busca reformar o atual sistema.

Fonte: elaboração própria.

VII.1.2.2. Amplitude do desafio

Classificação: normal (nível de esforço significativo, mas com grandes possibilidades de êxito).

De forma geral, assim como no caso anterior (“Escopo dos Reguladores”), o desafio foi avaliado em termos das eventuais mudanças no arcabouço legislativo nacional para a implementação dos mandatos e objetivos dos futuros entes reguladores de um eventual *Twin Peaks* brasileiro.

Conforme o item anterior, aqui também se constata a relativa utilização rotineira dos processos já em voga no cenário legislativo nacional, seja para alterações nos atos existentes ou para a eventual revogação dos mesmos em substituição de um eventual novo ato legal consolidador do novo modelo regulatório nacional.

Leva-se também em consideração que, conforme mencionado anteriormente, o uso dos procedimentos regulares revisores legais vigentes, no caso em questão, não incluiria propostas de emendas de cunho constitucional³⁹¹, visto que o arcabouço corrente tem os objetivos dos reguladores pautados em atos legais infraconstitucionais.

Além do uso de processos revisores dos atos legais já costumeiramente em utilização, percebem-se outros fatores facilitadores para a definição dos

³⁹¹ Não se prevê a necessidade de Emendas Constitucionais, por exemplo, para no caso em questão, definir e/ou alterar os objetivos dos reguladores do SFN no caso de implementação do *Twin Peaks* no Brasil.



objetivos, responsabilidades e atividades das agências reguladoras do eventual *Twin Peaks* no Brasil, como:

- a existência e compreensão, pelos reguladores e sociedade, da imputação de múltiplos objetivos a um mesmo órgão regulador, o que poderia facilitar a divisão e implementação de objetivos secundários ou adicionais aos dois “picos” nacionais;
- a própria natureza do modelo *Twin Peaks*, que tem a definição e separação dos reguladores exatamente feita com base em objetivos;
- a possibilidade de observação (*benchmark*) das estratégias utilizadas em outras jurisdições, possibilitando aprendizagem de erros e acertos já observados quanto a este desafio;
- a presença, entre os reguladores nacionais, de determinadas especializações originadas por fatores históricos de culturas regulatórias distintas, incluindo a de conduta e proteção do consumidor de serviços financeiros na CVM e de regulação prudencial no BCB;
- a metodologia corrente de supervisão de PLD/FTP que já atribuí aos reguladores do SFN (CVM, BCB, Previc e Susep) responsabilidades de atuação supervisória e de coordenação com o Coaf.

Naturalmente, também caberiam definições prévias de pontos ainda em aberto, mas que deveriam ser dependentes dos objetivos regulatórios mais gerais da própria jurisdição nacional, como: (i) se os “picos” deveriam ou não ter objetivos secundários e, em caso positivo, quais seriam estes objetivos; (ii) se a supervisão / regulação de PLD/FTP seguiria dividida ou se seria concentrada em um dos reguladores; e (iii) se haveria algum tipo de hierarquia entre as regulações (como no caso britânico) ou não.

Por outro lado, igualmente é percebida a existência de certos obstáculos relacionados ao cenário corrente nacional e que podem dificultar a definição clara dos objetivos e responsabilidades dos reguladores do *Twin Peaks* no Brasil, com destaque para:

- em caso de escolha da revisão de cada ato legal do arcabouço legislativo financeiro atualmente em uso no Brasil, sua excessiva pulverização pode levar a casos de eventuais arbitragens regulatórias nos mandatos dos reguladores³⁹²;

³⁹² Por exemplo, no caso australiano, a distribuição dos mandatos da ASIC em distintos atos legais ainda causa riscos de arbitragem, como apontado pela *Australian Law Reform Commission* que apontou incoerências entre tais mandatos quando comparou e analisou o *ASIC Act* e o *Corporations Act*, classificando-os como verdadeiros labirintos regulatórios. Ver: ALRC - AUSTRALIAN LAW REFORM COMMISSION. **Confronting Complexity: Reforming corporations and financial services legislation.** ALRC, nov. 2023. P. 50–53.



- a necessidade de elaboração de um arcabouço regulatório e legislativo para os casos de resolução especial abrangente e válido para o SFN³⁹³;

Apesar deste último item (regulação sobre resolução) trazer riscos de atrasos e gerar a necessidade de esforço adicional para a implementação do *Twin Peaks* no cenário financeiro local, entende-se, conforme mencionado anteriormente, que existam muito mais pontos facilitadores para o desafio aqui analisado.

Sendo assim, de forma geral, assume-se que o contexto corrente possa necessitar de um nível de esforço apenas **normal** para definir os objetivos, responsabilidades e atividades dos entes reguladores do *Twin Peaks* brasileiro.

VII.1.3. Governança (Coordenação e Cooperação) entre os reguladores

Mesmo com a separação formal de objetivos e com a existência de um regulador prudencial e outro de conduta (independentes e separados), diversas outras necessidades de atuação interdependente entre os reguladores podem vir a ocorrer (p. ex.: problemas de aplicação regulatória e suas interpretações). Por isso, é necessário que haja um mecanismo eficiente de coordenação para o modelo *Twin Peaks*³⁹⁴.

Não existe modelo “ótimo” de governança, sendo cada escolha relacionada com a realidade local, envolvendo vantagens e desvantagens em cada opção. Diversos autores apontam esse desafio como um dos mais importantes para efetiva eficiência do modelo, em virtude de alguns fatores: (i) este modelo regulatório não conta com hierarquização (ambas as entidades reguladoras possuem a mesma relevância e autonomia)³⁹⁵; (ii) diversas entidades serão reguladas por mais de uma agência (risco de arbitragem regulatória)³⁹⁶; e (iii)

³⁹³ Entende-se que este seja um instrumento relevante para garantir a estabilidade financeira e, consequentemente, também para a própria eficiência da regulação prudencial (macro e micro). Consequentemente, sua elaboração e implementação deveria ser pensada previamente ou concomitantemente à eventual implementação do *Twin Peaks* no Brasil.

³⁹⁴ Também existe a necessidade de coordenação entre as agências do modelo e as demais entidades reguladoras nacionais externas ou não ao sistema financeiro como, por exemplo, o Tesouro Nacional, o Banco Central Nacional (caso o regulador prudencial seja externo a ele) e agências de defesa da concorrência e de proteção ao consumidor. Mesmo tratando-se de item relevante para o funcionamento do sistema regulatório financeiro do país, este tema não será avaliado na análise corrente, pois este desafio não se restringiria somente ao modelo *Twin Peaks*, mas sim a qualquer estrutura regulatória financeira adotada em uma determinada jurisdição.

³⁹⁵ Idem N.R. 66.

³⁹⁶ Ver: GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Twin peaks and financial regulation: The challenges of increasing regulatory overlap and expanding responsibilities. *The International Lawyer*, v. 49, n. 3, p. 273-298, 2016.



ações de conduta, micro e macroprudenciais tendem a influenciar umas às outras³⁹⁷.

A implementação do modelo *Twin Peaks*, por si só, é tida como uma forma de facilitar a coordenação entre as autoridades reguladoras do sistema financeiro – comparando com o modelo setorial de regulação³⁹⁸. Contudo, os desafios de coordenação não desaparecem sob o modelo *Twin Peaks*. Na Austrália, por exemplo, existem questionamentos sobre se seria suficiente o modo de coordenação informal³⁹⁹, feita pelo CFR, o qual foi criticado e revisto após as respectivas crises da HIH Insurance⁴⁰⁰ e da Trio Capital⁴⁰¹.

Neste mesmo sentido, foram identificados desafios na delimitação de fronteiras de atuação entre os reguladores do sistema financeiro de países que adotaram o modelo *Twin Peaks*. Alguns destes desafios exigem a implementação de mecanismos eficazes de cooperação para serem adequadamente enfrentados⁴⁰², em especial quanto ao tema de alocação de funções regulatórias entre os reguladores quando da presença de entes duplamente regulados⁴⁰³.

Entende-se, assim, que baseado em seu caráter amplo, a governança entre as autoridades reguladoras deveria ser pensada como um arcabouço operacional⁴⁰⁴, que contenha regras e orientações sobre: (i) formato das estruturas e sistemática de interação e decisão⁴⁰⁵; (ii) definição dos modelos para

³⁹⁷ Ver: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew. Introduction The Genealogy and Topography of Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). **The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation**. Cambridge University Press, 2021.

³⁹⁸ Os objetivos claros e distintos dos dois reguladores do modelo *Twin Peaks* deveriam agir como facilitadores na coordenação de suas ações conjuntas, pois diminuiriam o risco de zonas cinzentas entre eles. Ver: KRESS, Jeremy C.; ZHANG, Jeffery Y. The macroprudential myth. **Georgetown Law Journal**, Washington, D.C., v. 112, n. 3, p. 569-638, jul. 2024.

³⁹⁹ Utiliza-se aqui o termo “informal” para ressaltar que o CFR não é um mecanismo de coordenação previsto em lei na Austrália.

⁴⁰⁰ AUSTRALIA. HIH Royal Commission. **The failure of HIH Insurance**. Canberra: Commonwealth of Australia, 2003.

⁴⁰¹ AUSTRALIA. Parliament of Australia. **Inquiry into the collapse of Trio Capita**. Canberra: Commonwealth of Australia, 16 maio 2012.

⁴⁰² GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Twin peaks and financial regulation: The challenges of increasing regulatory overlap and expanding responsibilities. **The International Lawyer**, v. 49, n. 3, p. 273-298, 2016. P. 288.

⁴⁰³ A divisão das agências com base nas funções regulatórias (e não nas entidades reguladas) “significa, de forma necessária, que ocasionalmente ambos os reguladores precisarão supervisionar uma mesma entidade regulada, sendo este um efeito inescapável da regulação funcional”. Sem um sistema eficiente de coordenação entre os reguladores, há o risco de sobreposição regulatória em relação ao ente regulado, aumentando a complexidade e os custos da regulação tanto para o regulado quanto para o Estado, reduzindo, assim, sua efetividade geral. Ver: idem, p. 289-291.

⁴⁰⁴ KANG, Yuan; SCHMULOW, Andrew; GODWIN, Andrew. China's long march towards the twin peaks model of financial regulation. **Law and Financial Markets Review**, v. 15, 1–2, p. 116–147, 2021.

⁴⁰⁵ Formais versus informais.



compartilhamento de informações e gestão da confidencialidade; (iii) estratégia de eventual delegação cruzada (*cross-delegation*) de poderes (útil para mitigar os eventuais sobreposições regulatórias do modelo); e (iv) existência ou não de mecanismo de coordenação externo às entidades reguladoras (como o CFR – *Council of Financial Regulators*, na Austrália), bem como sua base e/ou poder legal de atuação.

Para fins ilustrativos, o quadro 7 apresenta a questão da governança no âmbito dos três países utilizados como *benchmark* neste estudo⁴⁰⁶.

Quadro 7 – Governança (Coordenação e Cooperação) entre os reguladores

Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
Características gerais	<p>Coordenação informal e não estatutária⁴⁰⁷; frequente, voluntária e cooperativa⁴⁰⁸;</p> <p>Principais meios: memorandos de</p>	<p>De forma geral, a coordenação entre as agências é definida de forma prescritiva (“hard-law”);</p> <p>Tendência de maior relevância dos objetivos de estabilidade financeira (macroprudencial) sobre os de conduta de mercado, proteção ao consumidor, microprudencial e defesa da concorrência, criam instrumentos de coordenação com poder de ingerência entre os reguladores em determinadas circunstâncias para garantir o objetivo</p>	<p>Necessidade de coordenação e cooperação prescrita em lei, porém de caráter não vinculante⁴¹⁷;</p> <p>Coordenação informal, feita por: (i) instrumentos não impositivos (ex. memorando de entendimento) entre as entidades reguladoras; e (ii) órgãos de cooperação, sem poderes formais ou</p>

⁴⁰⁶ Considerando os países que já adotaram o modelo, este trabalho elegeu fazer análises mais detalhadas das seguintes jurisdições: (1) Austrália: por ser pioneira e, consequentemente, por ter um modelo com maior histórico para avaliação, incluindo ajustes realizados nas últimas décadas; (2) Reino Unido: por sua relevância econômica e financeira; e (3) África do Sul: por ter sido o país a mais recentemente adotar o modelo e a primeira nação em desenvolvimento a fazê-lo.

⁴⁰⁷ Existência de apenas breves e não prescritivas intenções de cooperação nos atos regulatórios das agências. Por exemplo: Subseção 12AA do ASIC Act que orienta a agência a trabalhar em cooperação com a APRA, o “tanto quanto possível”. Ver: AUSTRALIA. **Australian Securities and Investments Commission Act 2001 - SECT 12AA Cooperation with APRA**. Asic, 2001.

⁴⁰⁸ O arcabouço australiano de cooperação foi construído sobre quatro pilares: compartilhamento pró-ativo de informações; consultas e assistência mútua; medidas práticas facilitadoras para facilitar a coordenação (p.ex.: engajamento com o outro regulador antes da implementação de alguma nova medida reguladora); e um órgão coordenador (Council of Financial Regulators – CFR). Ver: GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. **Twin Peaks – The Legal and Regulatory Anatomy of Australia's System of Financial Regulation. CIFR Paper nº 074/2015**, 09 set. 2015.

⁴¹⁷ O FSR Act 2017 estabelece tanto a necessidade de criação de um MoU entre os reguladores e o SARB para a cooperação referente à estabilidade financeira (capítulo 2, parte 5, s.27), quanto a geração de regras gerais para coordenação e cooperação de suas atividades rotineiras (capítulo 5, parte 1).



Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
	entendimento ⁴⁰⁹ e órgão coordenador ⁴¹⁰ .	primário da estabilidade financeira ⁴¹¹ ; Dever estatutário de cooperação entre os reguladores ⁴¹² ; implementado pela elaboração de memorandos de entendimento, com destaque para: (i) memorandos entre FCA, BoE e PRA ⁴¹³ , e (ii) memorandos entre FCA e BoE (no papel de PRA) ⁴¹⁴ ; FSMA define ordem de "poderes" entre as entidades em determinadas situações ⁴¹⁵ , define condições para coordenação de IFs duplamente reguladas ⁴¹⁶ e de eventual	responsabilidades de decisão ⁴¹⁸ ;

⁴⁰⁹ Instrumentos sem obrigatoriedade legal. Por exemplo, memorando de entendimento entre RBA e ASIC que trata, dentre outros pontos da coordenação entre as duas agências, da intenção de troca de informações entre elas. Ver: item 12 do Memorando de Entendimento nr. 2002-08. AUSTRALIA SECURITIES & INVESTMENTS COMMISSION (ASIC); RESERVE BANK OF AUSTRALIA. **Memorandum of Understanding The Australian Securities and Investments Commission and the Reserve Bank of Australia.** 20 mar. 2025.

⁴¹⁰ *Council of Financial Regulators (CFR)* – órgão não estatutário, composto de membros do RBA, ASIC, APRA e Tesouro; capitaneado pelo RBA e com a função de ser um fórum para, dentre outros itens: identificar importantes problemas e tendências do sistema financeiro, assegurar a existência de mecanismos de coordenação apropriado entre agências e harmonizar as demandas de regulação e *reporting*. Ver: COUNCIL OF FINANCIAL REGULATORS. About. CFR, 2025.

⁴¹¹ FPC atua como o Comitê responsável por elaborar e deliberar as orientações e recomendações para PA e FCA.

⁴¹² FS Act 2012, Parte 2 – alterações ao FSM Act, s.3D.

⁴¹³ Trata, sobretudo, das diretrizes gerais de coordenação entre FCA e BoE (e, quando pertinente, incluindo PRA também). Ver: BANK OF ENGLAND. **Financial Services and Markets Act 2000: Memorandum of Understanding between the Financial Conduct Authority and the Bank of England, including the Prudential Regulation Authority.** BoE, mar. 2015.

⁴¹⁴ Documento prescritivo que define diretrizes para coordenação entre as agências, incluindo os casos de IFs duplamente reguladas e uso do poder de veto da FCA sobre ações da PRA. Ver: BANK OF ENGLAND; FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). **Memorandum of Understanding between the Financial Conduct Authority and the Bank of England.** London: Bank of England; FCA, 2 jul. 2019.

⁴¹⁵ Por exemplo, na Parte 5A, o Tesouro pode incluir atividades no rol de regulação da FCA que, eventualmente, poderá receber poderes sobre os indivíduos envolvidos nestas atividades, incluindo poderes de direção sobre pessoas envolvidas em empresas reguladas pelo PRA.

⁴¹⁶ Incluindo a agência no papel de “regulador-líder”.

⁴¹⁸ São distintos órgãos, como o *Financial System Council of Regulators* e o *Financial Sector Inter-Ministerial Council*, que possuem sobreposições entre seus associados e se tratam, sobretudo, apenas de fóruns facilitadores de cooperação e coordenação entre as entidades reguladoras e entre estas outras autoridades do poder executivo ou de outros reguladores nacionais.



Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
		poder de voto do PRA sobre ações da FCA.	
Comentários adicionais	Em face de crises anteriores que apontaram falhas nos mecanismos de cooperação e colaboração ⁴¹⁹ , reformas e melhorias vêm sendo continuamente sugeridas ⁴²⁰ e colocam em questão a efetividade da abordagem informal ("soft law") ainda em uso ⁴²¹ .	Na busca de uma melhor compreensão de todas as áreas críticas do sistema financeiro e de melhor coordenação / participação dos demais reguladores em suas decisões, o FPC tem, entre seus 12 membros-votantes, o CEO da FCA e o Deputy Governor da PA. Parte de seus membros também participam dos demais comitês do BoE.	Arcabouço prescritivo (definido no FSR Act), com sobreposições entre seus participantes e mandatos, com potencial uso excessivo de recursos ⁴²² . A natureza não vinculante e não impositiva dos memorandos de entendimento gera riscos sobre a real eficiência e efetividade do modelo de cooperação e colaboração adotado no país ⁴²³ . A existência de outros reguladores participantes no sistema financeiro do país, como o NCR e o FIC, aumentam a complexidade na cooperação e colaboração ⁴²⁴ .

Fonte: elaboração própria.

⁴¹⁹ Como no colapso da seguradora HIH em 2001 que apontou a necessidade de reforços e maior sistematização (formal e informal) da cooperação entre APRA e ASIC; e da gestora de fundos de pensão Trio Capital que sugeriu a existência de falhas no compartilhamento de informações entre ASIC e APRA como uma das causas do problema. Ver: AUSTRALIA. HIH Royal Commission. **The failure of HIH Insurance**. Canberra: Commonwealth of Australia, 2003;

AUSTRALIA. Parliament of Australia. Inquiry into the collapse of Trio Capital. Canberra: Commonwealth of Australia, 16 maio 2012.

⁴²⁰ Como a orientação de que a "coordenação deveria ir além dos atuais Memorandos de Entendimento e reuniões informais entre os representantes das agências". Ver: AUSTRÁLIA. Final Report of the Royal Commission into Misconduct in the Banking, Superannuation and Financial Services Industry. Austrália, 2019.

⁴²¹ GODWIN et al. (2021), p. 78.

⁴²² Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). South Africa: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Banking Regulation and Supervision. **IMF Staff Country Report**, nº 2022/184, jun. 2022b. P. 22.

⁴²³ Esse risco é ainda mais acentuado pela própria existência de cláusulas no FSR Act 2017 que retiram o efeito do eventual não cumprimento dos acordos (Memorandos de Entendimento) pelos reguladores sobre suas ações referentes às leis nacionais de crédito (*National Credit Act*) e de inteligência financeira (*Financial Centre Intelligence Act*). Ver: CHITIMIRA, H.; MAVHURU, L. A comparative analysis of the design and implementation of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and Australia. **PER / PELJ**, v. 27, 2024. P. 17.

⁴²⁴ Idem.



VII.1.3.1. Diagnóstico do cenário brasileiro

De forma geral, o atual arcabouço legal brasileiro é suficientemente abrangente para possibilitar o uso de diversos mecanismos de governança entre suas entidades reguladoras do SFN. A título de exemplo, destacam-se os seguintes:

- Intercâmbio de informações entre BCB, CVM, Secretaria de Previdência Complementar (SPC), Susep e Receita Federal para fins de fiscalização / investigação do mercado de valores mobiliários (respeitadas às suas respectivas competências)⁴²⁵;
- Intercâmbio de informações entre BCB, CVM e órgãos de fiscalização da previdência complementar⁴²⁶;
- Possibilidade de compartilhamento de dado entre entidades federais⁴²⁷;
- Possibilidade de decisão administrativa coordenada entre três ou mais entidades no âmbito de processos administrativos⁴²⁸;
- Lei nº 13.848/2019: apesar de não contemplar as autarquias do SFN, pode ser utilizada como base por elas para tratar de elaboração conjunta de normas e outras formas de harmonização entre as entidades.

Na prática, os reguladores locais vêm estabelecendo mecanismos formais e informais para a cooperação e coordenação de seus trabalhos, destacando-se:

- Consultas interagências: quando um regulador necessita consultar previamente outro antes de agir⁴²⁹;

⁴²⁵ Lei nº 6.385/1976: “Art. 28. O Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, a Secretaria de Previdência Complementar, a Secretaria da Receita Federal e Superintendência de Seguros Privados manterão um sistema de intercâmbio de informações, relativas à fiscalização que exerçam, nas áreas de suas respectivas competências, no mercado de valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)”.

⁴²⁶ Lei nº 12.154/2009: “Art. 2º. (...) § 1º O Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários e os órgãos de fiscalização da previdência complementar manterão permanente intercâmbio de informações e disponibilidade de base de dados, de forma a garantir a supervisão contínua das operações realizadas no âmbito da competência de cada órgão.”.

⁴²⁷ Decreto nº 10.046/2019, que dispõe sobre a governança no compartilhamento de dados no âmbito da administração pública federal e institui o Cadastro Base do Cidadão e o Comitê Central de Governança de Dados.

⁴²⁸ Lei nº 9.784/1999: “Art. 49-A. No âmbito da Administração Pública federal, as decisões administrativas que exijam a participação de 3 (três) ou mais setores, órgãos ou entidades poderão ser tomadas mediante decisão coordenada (...).” (Redação dada pela Lei nº 14.210, de 30/09/2021)”

⁴²⁹ Exemplo: convênio entre CVM e BCB de 25 abr. 2014. Ver cláusulas 3.1 e 3.2. BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB); COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Convênio que entre si celebraram o Banco Central do Brasil (BCB) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com vistas ao intercâmbio de informações, à articulação e à coordenação de atividades comuns, conjuntas ou correlatas. 25 abr. 2014.



- Acordos ou Memorandos de Entendimento: compartilhamento de comportamentos esperados de cooperação, porém sem capacidade de *enforcement*⁴³⁰;
- Normativas conjuntas: ação colaborativa entre partes para elaboração de diretrizes regulatórias e vinculantes entre elas⁴³¹.

Além dos mecanismos de natureza cooperativa bilateral, a coordenação entre reguladores também pode ser realizada por conselhos políticos, como o Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec)⁴³², cujo objetivo é dar orientações mais gerais às agências reguladoras, sem, porém, tomar decisões executivas sobre a regulação e supervisão do sistema financeiro nacional.

Em resumo, as instituições reguladoras nacionais do SFN já conseguiram institucionalizar diversos instrumentos de coordenação regulatória, possibilitando maior eficiência de suas atividades⁴³³. Vale ressaltar, entretanto, que a institucionalização não representa, necessariamente, a utilização real e eficiente⁴³⁴ destes mecanismos de cooperação⁴³⁵.

⁴³⁰ Exemplo: convênio entre CVM e SUSEP de 04 abr 2006 para intercâmbio de informações e consulta recíproca. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM); SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS (SUSEP). Convênio que entre si celebram a Comissão de Valores Mobiliários e a Superintendência de Seguros Privados, relativo à ação coordenada de suas atividades de supervisão, bem como ao intercâmbio de informações e outras atividades correlatas. 04 abr. 2006.

⁴³¹ Resolução Conjunta nº 13 entre BCB e CVM de 3 dez. 2024, que simplifica as aplicações de estrangeiros nos mercados.

⁴³² Comitê recriado pelo Decreto nº 10.465/2020, composto por membros do BCB, CVM, SUSEP e PREVIC, com a finalidade de promover a estabilidade do sistema financeiro nacional por meio da promoção da articulação da atuação das agências reguladoras participantes do Comitê, sobretudo sobre temas compartilhados por duas ou mais destas agências.

⁴³³ Ver: DA SILVA, Ana Carolina Mello Pereira. Coordenação Regulatória no Sistema Financeiro Nacional e Análise da Lei nº 14.210/2021. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**, v. 16, n. 1, p. 37-52, 2022.

⁴³⁴ Por exemplo, no caso do COREMEC, sua efetividade na coordenação das entidades reguladoras do SFN é questionada, dentre outros motivos, pela: (i) carência de maior publicidade de seus atos e documentos; (ii) ausência de definição das prioridades; (iii) baixa frequência de reuniões; e (iv) limitada publicação de orientações aos seus entes. Ver: PAULA, Ana Carolina Mello Pereira da Silva de. Análise empírica dos mecanismos formais de coordenação regulatória do sistema financeiro nacional. 2023. P. 103; PAULA, Ana Carolina Mello Pereira da Silva de. Análise empírica dos mecanismos formais de coordenação regulatória do sistema financeiro nacional. Revista da Procuradoria Geral do Banco Central, v. 16, n. 1, jun. 2022, p. 37-52.

⁴³⁵ Por exemplo, segundo orientações do FMI, o desenho atual de coordenação interagências ainda carece de cobertura de itens críticos para garantia da estabilidade do sistema financeiro. Neste sentido, seria ainda necessária a criação de comitês entre os reguladores locais para tratar a política macroprudencial e gestão de crises. Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil: Financial System Stability Assessment. **IMF Staff Country Report**, nº 18/339, Washington, DC, 2018. P. 6.



Quadro-resumo

- No âmbito normativo, existem **diversas possibilidades** previstas em lei para possibilitar a coordenação e cooperação entre os reguladores do SFN (e demais reguladores nacionais);
- Na prática, os reguladores financeiros **de fato adotam mecanismos de cooperação/coordenação** (consultas interagências, acordos ou memorandos de entendimentos, resoluções conjuntas, etc.);
- Entretanto, existem alguns **questionamentos sobre a eficiência** destes mecanismos.

Fonte: elaboração própria.

VII.1.3.2. Amplitude do desafio

Classificação: normal (nível de esforço significativo, mas com grandes possibilidades de êxito).

No plano normativo, a atual conjuntura brasileira possui certa cultura de governança, com instrumentos normativos estabelecendo a possibilidade de coordenação e cooperação entre os reguladores - sobretudo entre CVM e BCB⁴³⁶. No entanto, no plano fático, a utilização e eficiência dos mecanismos existentes são limitados⁴³⁷.

Em uma eventual adoção do modelo *Twin Peaks*, o enfrentamento a este desafio envolveria, portanto, aspectos como: quais mecanismos serão mantidos ou aprimorados; como garantir a eficiência dos mecanismos já existentes e daqueles que serão criados.

Ainda que haja trabalho a ser feito e aprimorado em termos de governança, a experiência dos atuais reguladores setoriais acumulada em fóruns de coordenação regulatória e o ambiente institucional podem favorecer a migração para uma governança estruturada em torno de objetivos prudenciais e de conduta de mercado.

Sendo assim, considerando o atual cenário brasileiro, o desafio de estruturar a governança dos reguladores em eventual adoção do modelo *Twin Peaks* no Brasil foi classificado como **normal**.

⁴³⁶ Como exemplo dessa coordenação e cooperação atualmente existentes, ver notas de rodapé n. 413 a 415 da seção VII.1.3.1.

⁴³⁷ Idem N.R. 434.



VII.1.4. Localização do regulador prudencial

Definir a localização do regulador prudencial na estrutura regulatória é uma questão fundamental a ser respondida em qualquer implementação do *Twin Peaks*. Após a crise financeira de 2008, o tema ganhou ainda mais relevância. Conforme visto anteriormente, o *Twin Peaks* possibilita que o regulador prudencial possa ser entidade autônoma e independente do Banco Central Nacional⁴³⁸ ou que ela seja parte das próprias atividades do Banco Central Nacional⁴³⁹, formato preferido pela extensa maioria dos países que já adotaram o modelo.

A decisão irá depender da estrutura corrente local, bem como das decisões estratégicas nacionais, pois, em ambos os casos, haverá prós e contras para serem administrados pela configuração regulatória a ser adotada⁴⁴⁰.

O quadro 2 apresentado anteriormente (seção V.2.3) sobre as alternativas dos modelos “monopolísticos” e “não-monopolísticos” pode servir como base de auxílio para a escolha da estratégia mais apropriada à jurisdição local. A importância dada para cada um destes itens da tabela na avaliação do envolvimento do Banco Central sobre a regulação prudencial deve ser enxergada como um processo decisório complexo e sociopolítico. Tal avaliação e sua posterior decisão tendem a ser dependentes de vários fatores, incluindo: as percepções individuais de cada decisor político local sobre os ganhos e perdas advindas de maior influência do Banco Central Nacional na esfera regulatória nacional; as pressões do cenário econômico e financeiro do momento; e o nível político local do risco de aversão às perdas⁴⁴¹.

Ressalta-se, todavia, que a divisão entre monopolístico e não-monopolístico é binária tão somente quanto à separação corpórea entre o Banco Central e o regulador prudencial, mas não captura todas as variações relevantes de desenho institucional sobre a localização do ente prudencial. No Reino Unido, por exemplo, o *Bank of England* (BoE) concentra as funções macro e microprudencial⁴⁴² - sendo formalmente uma estrutura monopolística. Contudo, cada função regulatória concentrada no BoE é exercida por meio de comitês autônomos, quais sejam: (i) o *Financial Policy Committee* (FPC), responsável pela política macroprudencial; (ii) o *Prudential Regulation Committee* (PRC), de

⁴³⁸ Por exemplo, a APRA na Austrália.

⁴³⁹ Podendo ser uma “subsidiária” do Banco Central Nacional ou completamente internalizada na estrutura do Banco Central Nacional. Ver: MASCIANDARO, D.; ROMELLI, D. *Twin Peaks and Central Banks: economics, political economy and comparative analysis*. In: GODWIN, A.; SCHMULOW, A. (org.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 51.

⁴⁴⁰ Na realidade, o processo de escolha deveria enfocar-se, sobretudo, na análise política de custos e benefícios do grau de envolvimento desejado para o Banco Central Nacional sobre a supervisão prudencial nacional. Ver: idem.

⁴⁴¹ Caso o nível de aversão esteja elevado, a tendência seria a manutenção (*status quo*) do grau de envolvimento do Banco Central Nacional na supervisão prudencial existente previamente à implementação do *Twin Peaks*.

⁴⁴² Atribuída ao PRA, que é parte integrante do próprio BoE.



regulação microprudencial; (iii) o *Monetary Policy Committee* (MPC), de política monetária; e (iv) o *Financial Market Infrastructure Committee* (FMI), responsável pelas decisões sobre a infraestrutura do mercado financeiro.

É certo, portanto, que o binarismo representado pelas opções monopolística e não-monopolística não reflete a variedade de desenhos regulatórios possíveis para o regulador prudencial. Qualquer tipo de reforma a ser promovida no Brasil não pode se prender a simplificações de modelos implementados em outras jurisdições, devendo, ao invés disso, refletir também sobre: (i) o que se pretende atingir com determinado desenho institucional, e (ii) qual é a solução constitucionalmente viável que melhor pondera, de um lado, a eficácia para atingir os objetivos traçados, com, de outro lado, a eficiência regulatória para se atingir os objetivos com os menores custos possíveis.

Para fins ilustrativos, o quadro 8 apresenta a questão da localização do regulador prudencial no âmbito dos três países utilizados como *benchmark* neste estudo⁴⁴³.

⁴⁴³ Considerando os países que já adotaram o modelo, este trabalho elegeu fazer análises mais detalhadas das seguintes jurisdições: (1) Austrália: por ser pioneira e, consequentemente, por ter um modelo com maior histórico para avaliação, incluindo ajustes realizados nas últimas décadas; (2) Reino Unido: por sua relevância econômica e financeira; e (3) África do Sul: por ter sido o país a mais recentemente adotar o modelo e a primeira nação em desenvolvimento a fazê-lo.

**Quadro 8 – Localização do regulador prudencial**

Desafio /questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
Características gerais	<p>“Modelo Não-Monopolístico”</p> <p>Agente prudencial (micro e macroprudencial) fora e completamente independente do Banco Central (APRA);</p>	<p>“Modelo Monopolístico”</p> <p>PRA - Inicialmente criada como subsidiária do <i>Bank of England</i>, com foco em regulação microprudencial. Em 2016, inteiramente incorporado ao Banco Central Nacional (como um comitê);</p> <p>Parte “macroprudencial” atribuída ao FPC, também inserido na estrutura do próprio BoE.</p>	<p>“Modelo Monopolístico”</p> <p>PA – pessoa jurídica internalizada no SARb, com foco na regulação microprudencial⁴⁴⁴;</p> <p>Parte “macroprudencial”, atribuída, primariamente, ao SARb e suportado pelo FSOC (<i>Financial Stability Oversight Committee</i>).</p>
Comentários adicionais	<p>Não há divisão departamental entre as regulações micro e macroprudencial na APRA.</p> <p>Momento da implementação do <i>Twin Peaks</i> na Austrália (pré-crise de 2008) não considerava riscos sistêmicos e regulação macroprudencial como itens regulatórios relevantes⁴⁴⁵;</p> <p>Apesar da atribuição macroprudencial estar na APRA: (i) também é responsabilidade do RBA a manutenção da estabilidade financeira⁴⁴⁶; e (ii) cabe à APRA, nos temas macroprudenciais, operar em</p>	<p>A autonomia e independência operacional da PRA e do FPC estão garantidas em seus estatutos e são reforçadas pela própria autonomia e independência do BoE;</p> <p>A criação do FPC com claro mandato de garantir a “estabilidade financeira” é vista como potencialmente apropriada para endereçar a gestão macroprudencial do país⁴⁴⁸.</p>	<p>Apesar da existência de comitês como o FSOC, a decisão sobre a implementação de políticas e ferramentas macroprudenciais é de responsabilidade do Governor do SARb⁴⁴⁹.</p>

⁴⁴⁴ Também constitui parte da estrutura macroprudencial do Comitê Prudencial (*Prudential Committee* - PC), constituído pelo Governador do SARb, pelo CEO da PA e por outros diretores. Suas funções, dentre outras, incluem a observação sobre a eficiência e efetividade da PA e a adoção de uma estratégia regulatória para a PA. Maiores detalhes em FSR Act 2017, Capítulo 3, s.42.

⁴⁴⁵ As ações macroprudenciais, a cooperação entre agências e a política monetária deveriam ser suficientes para minimizar riscos sistêmicos. Ver: GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. *Twin peaks and financial regulation: The challenges of increasing regulatory overlap and expanding responsibilities*. *The International Lawyer*, v. 49, n. 3, p. 273-298, 2016. P. 354-355.

⁴⁴⁶ Orientando a APRA a ajustar ou desenvolver algo, sempre que necessário. Ver: CARMICHAEL, Jeffrey. *Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks*. In: GODWIN, Andrew; SCHIMULOW, Andrew (org.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 48.

⁴⁴⁸ Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). South Africa: Financial System Stability Assessment. Report. *IMF Staff Country Report* nº 2022/039, fev. 2022a. P. 6.

⁴⁴⁹ Tais responsabilidades podem ser observadas nas seções 11 e 18, que garantem ao SARb e ao seu *Governor* as atribuições de garantir, respectivamente, a estabilidade financeira e de dar poderes unilaterais ao *Governor* de declarar a ocorrência ou iminência de ocorrência de um “evento sistêmico”, após consultar-se com o Ministro das Finanças.



Desafio /questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
	contato próximo (consultivo) com o CFR ⁴⁴⁷ .		

Fonte: elaboração própria.

VII.1.4.1. Diagnóstico do cenário brasileiro

No Brasil, a regulação prudencial no SFN segue um modelo setorial difuso, em que cada autarquia reguladora é responsável por estabelecer normas e práticas prudenciais – tanto micro quanto macro – dentro do seu respectivo setor de atuação. Essa abordagem descentralizada permite que as regras prudenciais sejam adaptadas às especificidades de cada mercado regulado, como bancos, seguros, previdência complementar e valores mobiliários, conforme previsto nos marcos legais e regulatórios setoriais.

Nesse arranjo, os reguladores atuam com diferentes níveis de maturidade e foco. O BCB, por exemplo, adota uma abordagem integrada de supervisão macro e microprudencial, voltada à estabilidade financeira, porém com atuação restrita à sua área de atuação setorial. A Susep organiza sua estrutura prudencial por meio da Coordenação-Geral de Monitoramento Prudencial e da Coordenação-Geral de Fiscalização Prudencial⁴⁵⁰, além de áreas especializadas em requerimentos de capital, provisões técnicas e gestão de riscos. Já a Previc atua com base em uma Supervisão Baseada em Risco⁴⁵¹, com foco na solvência e sustentabilidade das entidades fechadas de previdência complementar.

Por último, a CVM, apesar de seu foco histórico estar na regulação de conduta e de ainda não contar com área dedicada exclusivamente às suas atividades prudenciais, busca utilizar-se de alguns instrumentos microprudenciais para regular as atividades de determinados entes supervisionados, como, por exemplo, a imposição de limites de exposição ao risco de capital para os fundos de investimento⁴⁵².

Ainda que o modelo atual atribua competências prudenciais a diversos reguladores, observa-se que alguns órgãos exercem maior protagonismo, em especial o BCB. Essa preponderância decorre de fatores históricos, da

⁴⁴⁷ Como, por exemplo, no caso da determinação das Políticas Macroprudenciais para Hipotecas na Austrália. Ver: RESERVE BANK OF AUSTRALIA. **Financial Stability Review - Mortgage Macroprudential Policies**. RBA, out. 2021.

⁴⁵⁰ SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS (SUSEP). **Páginas dos setores – Estrutura Organizacional**. Publicado em 10 ago. 2022; atualizado em 31 out. 2022.

⁴⁵¹ SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (PREVIC). **Supervisão baseada em risco**.

⁴⁵² RCRM 175, Seção IX, Art.73,



complexidade dos setores sob sua regulação e da capacidade institucional desenvolvida ao longo do tempo.

Nesse sentido, o BCB atua como o principal agente de regulação prudencial do país, em grande parte devido à amplitude de seu escopo regulatório e ao arcabouço instrumental de que dispõe. O banco conta, por exemplo, com um conjunto consolidado de mecanismos e metodologias para identificação, mitigação e supervisão de riscos sistêmicos e individuais, além de ferramentas de intervenção e monitoramento com forte capacidade de resposta⁴⁵³.

Por fim, destaca-se que o aumento da complexidade do SFN e o crescimento expressivo de determinados segmentos, como fundos de investimentos, vêm aumentando a necessidade do uso de ferramentas regulatórias prudenciais, sobretudo microprudenciais, para todos os reguladores financeiros.

Quadro-resumo

- A regulação prudencial no SFN adota um **modelo setorial difuso**, ou seja, há uma **abordagem descentralizada**;
- **Diferentes níveis de protagonismo e maturidade:** há órgãos que exercem mais protagonismo e estão em níveis mais avançados de maturidade (como, por exemplo, o BCB) do que outros (CVM);
- **Desenvolvimento e crescimento** de determinados segmentos distintos do bancário (p. ex.: fundos de investimento e seguros) incrementam as **exigências de maior controle prudencial** por parte de seus reguladores.

Fonte: elaboração própria.

VII.1.4.2. Amplitude do desafio

Classificação: normal (nível de esforço significativo, mas com grandes possibilidades de êxito).

Dentre as alternativas mais comuns (i.e.: a localização em uma entidade independente e autônoma ou em uma estrutura vinculada ao Banco Central Nacional), é provável que, no caso brasileiro, a internalização do regulador prudencial no BCB seja a de menor esforço na eventual implementação do *Twin Peaks* no país.

Existem, correntemente, diversos fatores que poderiam facilitar a escolha deste eventual cenário “monopolístico” de regulação prudencial no *Twin Peaks* brasileiro, como: (i) a existência, no BCB, de sólida experiência (cultura), bom

⁴⁵³ BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Relatório de Estabilidade Financeira (REF). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ref>. Acesso em: 07 ago. 2025.



arsenal de ferramentas e certa liderança sobre o tema⁴⁵⁴; (ii) os sinais de apoio, do ponto de vista político, que o BCB tem recebido sobre sua autonomia e estrutura⁴⁵⁵; (iii) as percepções reputacionais elevadas sobre o BCB no cenário financeiro e político nacional, sobretudo em decorrência da amplitude de seu escopo de atuação; (iv) seu tamanho (substancialmente maior que todos os demais entes reguladores juntos); e (v) as experiências de implementação do *Twin Peaks* em outras jurisdições, com forte prevalência desta escolha recaindo sobre os Bancos Centrais Nacionais, o que também poderia facilitar a aceitação social e política desta solução para o Brasil.

Por outro lado, neste caso de a solução ser pela internalização da regulação prudencial no BCB, poderia haver certo temor político do incremento de poder em uma entidade que já coordena, em grande medida, as políticas monetária, cambial e creditícia do país.

Adicionalmente, outros esforços adicionais poderiam estar atrelados às necessidades de: (i) consolidação das atividades e poderes prudenciais dos demais reguladores⁴⁵⁶; (ii) harmonização de regulação prudencial; (iii) decisão de como estruturar o modelo de gestão prudencial no BCB (via total internalização em sua estrutura ou via criação de subsidiária); (iv) contenção do desgaste político e das pressões advindas da extinção dos outros entes reguladores que seriam parcialmente incorporados à estrutura do BCB; e (v) gestão dos choques de cultura, visto a potencial prevalência da cultura prudencial bancária sobre os demais segmentos financeiros.

Apesar dos desafios pontuais citados, entende-se que a sólida posição de liderança prudencial do BCB no SFN possibilita a classificação do nível de esforço deste desafio como “normal”.

Obviamente, caso a decisão seja pela localização em outro ente (existente ou novo) que não o BCB, haveria uma avaliação completamente distinta do nível de esforço deste desafio, sendo o mesmo considerado substancialmente maior⁴⁵⁷.

⁴⁵⁴ Em comparação com os três reguladores atualmente existentes e apesar da cultura prudencial também presente na Susep, entende-se que o BCB possa estar em estágio mais avançado no quesito prudencial em geral.

⁴⁵⁵ Por exemplo, com a aprovação da Lei Complementar nº 179/2021 (sobre sua autonomia operacional) e com a PEC nº 65/2023 em discussão (sobre a autonomia financeira e orçamentária do BCB).

⁴⁵⁶ A maior dificuldade poderia estar não somente no volume, mas na excessiva peculiaridade dos segmentos e produtos que estão, atualmente, fora da alcada do BCB (ex.: seguros e fundos de investimentos).

⁴⁵⁷ Do ponto de vista operacional, haveria trabalho adicional relevante no processo de consolidação das atividades e poderes prudenciais dos demais reguladores, sobretudo no que concerne ao que já vem sendo executado no BCB. Do ponto de vista político, seria necessário angariar apoio tanto para justificar a escolha e a criação de novo regulador (ou aumento substancial do poder de um já existente), quanto para retirar parte do escopo atualmente na alcada do BCB. Por outro lado, tal escolha diminuiria o temor do aumento de poder em apenas um órgão regulador. De maneira geral, caso a localização escolhida para a regulação prudencial seja em ente distinto do Banco Central Nacional, entende-se, então, que o nível de esforço seria substancialmente maior (extra), tanto operacional quanto político.



Consequentemente, este trabalho assume, como a opção mais lógica, a escolha do BCB como sendo o regulador prudencial do eventual *Twin Peaks* brasileiro.

VII.1.5. Localização da regulação macroprudencial

Regulações micro e macroprudenciais compartilham diversas sinergias, mas podem também ser conflitantes, particularmente em situações de estresse financeiro.

A decisão sobre a localização deste tipo de regulação torna-se ainda mais relevante em razão das características únicas da regulação macroprudencial⁴⁵⁸. Reguladores macroprudenciais necessitam receber poderes e ferramentas que lhes permitam amplo acesso às informações tanto de natureza macroeconômica quanto daquelas associadas especificamente às atividades das instituições do mercado financeiro. Adicionalmente, devem ter todos os poderes e ferramentas associadas à regulação prudencial e, ao mesmo tempo também o poder de intervir nos mercados financeiros em momentos de risco ao sistema⁴⁵⁹. Por conseguinte, a definição da localização do regulador macroprudencial torna-se uma decisão fundamental para a eficiência de qualquer estrutura regulatória, como é o caso do *Twin Peaks*⁴⁶⁰.

Além da decisão sobre se tais regulações existirão de forma separada, caberá ao país também decidir se elas serão ou não administradas por entidades / equipes distintas. Usualmente, a decisão da separação das regulações e de suas respectivas gestões tem sido a escolha dominante nas jurisdições nas quais o *Twin Peaks* já foi aplicado.

Os mandatos para exercer a regulação macro e a microprudencial podem ser concedidos a uma mesma instituição ou a duas instituições diferentes. Embora a junção dos dois mandatos a uma mesma instituição não elimine as tensões existentes entre a execução de políticas macro e microprudenciais, tal movimento é capaz de internalizar os debates regulatórios e reduzir o desgaste do regulador ao unificar o discurso regulatório em uma só instituição.

Contudo, a unificação tende a aumentar os riscos que uma cultura possa se sobrepor a outra e a reduzir a transparência das decisões e dos debates travados pelo regulador, a não ser que venham a ser desenvolvidos mecanismos adicionais de comunicação dessas decisões ao público⁴⁶¹. Em diversos casos, a

⁴⁵⁸ Por exemplo, a localização da regulação macroprudencial em uma entidade que já detenha certas responsabilidades regulatórias (como a política monetária, no caso de diversos Bancos Centrais) pode gerar uma grande concentração de poder nas mãos de um órgão regulador.

⁴⁵⁹ Como emprestador de última instância ou assumindo IFs problemáticas, por exemplo.

⁴⁶⁰ Ver: PAN, Eric J. Four challenges to financial regulatory reform. *Vill. L. Rev.*, v. 55, p. 743, 2010.

⁴⁶¹ OSINSKI, Jacek; SEAL, Katharine; HOOGDUIN, Lex. Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation. Washington, D.C.: International Monetary Fund, June 21, 2013. IMF Staff Discussion Note No. 2013/005. P. 19.



função macroprudencial é integrada ao Banco Central Nacional, solução adotada em países que adotaram o *Twin Peaks*, como o Reino Unido, a Bélgica e os Países Baixos – por vezes sendo criado um comitê interno especializado para a regulação macroprudencial, como o *Financial Policy Committee*, do Reino Unido⁴⁶², que se contrapõe ao *Prudential Regulation Committee*, responsável pela regulação microprudencial. Apesar disso, vale lembrar que, mesmo quando o Banco Central ficou incumbido da regulação prudencial, existiu a tendência da segregação das regulações internamente, bem como a criação de áreas específicas dedicadas a cada uma delas, como ocorreu na África do Sul⁴⁶³.

Por sua vez, a opção por dois reguladores diferentes pode ser útil para favorecer as práticas microprudenciais, ao alocar o regulador microprudencial para exercer a supervisão das instituições financeiras reguladas de forma mais constante e próxima⁴⁶⁴. Todavia, tal separação enseja mecanismos de coordenação e comunicação entre os reguladores, principalmente no que tange ao endereçamento de riscos sistêmicos, ao desenvolvimento de políticas regulatórias, e à supervisão direta dos entes regulados – sempre feita pelo agente microprudencial.

Quando a opção por dois reguladores é adotada, existem estratégias de desenho institucional que podem maximizar as sinergias dos reguladores, e reduzir os riscos de sobreposição, tensão e confusão regulatória. Essas estratégias incluem: (i) a representação cruzada, nos órgãos decisórios dos reguladores, de autoridades vinculadas ao outro regulador (*cross-representation*)⁴⁶⁵; e (ii) e a divulgação, pelo regulador macroprudencial, de recomendações públicas no modelo “cumpre ou se justifique” (“*comply or explain*”)⁴⁶⁶ ao regulador micro, principalmente no que tange a práticas de supervisão – que podem gerar maior

⁴⁶² Ver: NIER, Erlend W.; OSINSKI, Jacek; JÁCOME, Luis I.; MADRID, Pamela. Institutional Models for Macroprudential Policy. Washington, D.C.: International Monetary Fund, nov. 2011. **IMF Staff Discussion Note** nº 2011/018. P. 6.

⁴⁶³ Por exemplo, no modelo sul-africano, foi criada uma pessoa jurídica internalizada e administrada pelo Banco Central, a Prudential Authority, para gerir a regulação microprudencial financeira do país, ficando a gestão da regulação macroprudencial a cargo do SARB.

⁴⁶⁴ Ver: OSINSKI, Jacek; SEAL, Katharine; HOOGDUIN, Lex. Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation. Washington, D.C.: International Monetary Fund, June 21, 2013. **IMF Staff Discussion Note** No. 2013/005. P. 20.

⁴⁶⁵ Este mecanismo pode ser aplicado quando mandatos microprudenciais e macroprudenciais são atribuídos a autoridades distintas e o modelo institucional existente permite essa solução (como no caso do Reino Unido). Na prática, observa-se a utilização eficiente deste mecanismo quando: (i) há envolvimento ativo dos formuladores de políticas microprudenciais na formulação e execução geral da política macroprudencial; e (ii) a autoridade macroprudencial está envolvida na condução da política microprudencial, mas não nas decisões de supervisão relativas a instituições individuais. OSINSKI, Jacek; SEAL, Katharine; HOOGDUIN, Lex. Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation. Washington, D.C.: International Monetary Fund, June 21, 2013. **IMF Staff Discussion Note** nº 2013/005. P. 18.

⁴⁶⁶ Ver: OSINSKI, Jacek; SEAL, Katharine; HOOGDUIN, Lex. Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation. Washington, D.C.: International Monetary Fund, June 21, 2013. **IMF Staff Discussion Note** nº 2013/005. P. 19.



conforto ao supervisor para adotar práticas regulatórias impopulares entre a indústria regulada, porém necessárias à higidez do sistema.

Para fins ilustrativos, o quadro 9 apresenta a questão da localização da regulação macroprudencial no âmbito dos três países utilizados como *benchmark* neste estudo⁴⁶⁷.

⁴⁶⁷ Considerando os países que já adotaram o modelo, este trabalho elegeu fazer análises mais detalhadas das seguintes jurisdições: (1) Austrália: por ser pioneira e, consequentemente, por ter um modelo com maior histórico para avaliação, incluindo ajustes realizados nas últimas décadas; (2) Reino Unido: por sua relevância econômica e financeira; e (3) África do Sul: por ter sido o país a mais recentemente adotar o modelo e a primeira nação em desenvolvimento a fazê-lo.

**Quadro 9 – Localização da regulação macroprudencial**

Desafio /questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
Características gerais	Na agência Prudencial (APRA), fora do Banco Central Nacional (RBA) ⁴⁶⁸	Financial Policy Committee (FPC), no Banco Central Nacional ⁴⁶⁹ .	No Banco Central Nacional ⁴⁷⁰ , com suporte do FSOC ⁴⁷¹ e do FSC ⁴⁷² .
Comentários adicionais	A base legal que concede as atribuições macroprudenciais à APRA está baseada no seu	O modelo britânico foi formulado prevendo posicionar o tema da estabilidade financeira (regulação macroprudencial) como prioritário aos demais objetivos regulatórios da nação.	Existe certa limitação para a atuação macroprudencial do SARB, que só poderia atuar sobre IFs consideradas sistêmicas ou quando o Governor do SARB designa

⁴⁶⁸ Porém, também é responsabilidade do RBA a manutenção da estabilidade financeira (orientando a APRA a ajustar ou desenvolver algo, sempre que necessário). Ver: CARMICHAEL, Jeffrey. *Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks*. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 48.

Cabe também à APRA, nos temas macroprudenciais, operar em contato próximo (consultivo) com o CFR, como no caso da determinação das Políticas Macroprudenciais para Hipotecas na Austrália. Ver: RESERVE BANK OF AUSTRALIA. **Financial Stability Review - Mortgage Macroprudential Policies**. RBA, out. 2021.

⁴⁶⁹ No caso da observação de riscos sistêmicos, FPC tem poderes para emitir orientações obrigatórias (que serão executadas pela PRA e pela FCA) ou recomendações (que devem ser “cumpridas ou explicadas” pela PRA e pela FCA). Ver: BANK OF ENGLAND. **Financial Policy Committee - Overview**. BoE, 2025.

Entende-se que, diferentemente de outros países com órgãos similares em seus modelos de Twin Peaks, o FPC detém não apenas a responsabilidade de antecipar riscos e coordenar esforços, mas também prerrogativas legais para impor suas diretrizes macroprudenciais, vistas como a área regulatória prioritária do modelo Twin Peaks britânico. Ver: GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. *Twin peaks and financial regulation: The challenges of increasing regulatory overlap and expanding responsibilities*. **The International Lawyer**, v. 49, n. 3, p. 273-298, 2016. P. 359.

⁴⁷⁰ O FSRA 2017 determina claramente a responsabilidade do SARB em “proteger e aprimorar a estabilidade financeira e, em casos de eventos sistêmicos reais ou iminentes, restaurá-la”. Essa lei também determina diversas ações, deveres e poderes que devem ser realizadas ou utilizados pelo SARB para cumprimento de desta missão, como: gerar e agir de acordo com um arcabouço de políticas sobre o tema feito em conjunto com o Ministério das Finanças; dar diretrizes aos demais reguladores do SFN em casos de eventos sistêmicos; e monitorar e reportar os riscos sistêmicos e determinar quando um evento pode ser caracterizado como “sistêmico”. Ver: Capítulo 2 do FSR Act 2007.

⁴⁷¹ Um Comitê com participantes do SARB e de outras entidades do SFN, como o NCR e o FIC, com o intuito de ser um fórum para debates entre seus participantes e para formular recomendações ao Governor do SARB e ao próprio SARB sobre temas associados à estabilidade financeira. Para maiores detalhes, ver: FSR Act 2017, Parte 3.

⁴⁷² Financial Stability Committee (FSC): comitê criado no próprio SARB para elaborar as políticas macroprudenciais a serem aplicadas pela entidade. Ver: SOUTH AFRICAN RESERVE BANK (SARB). **Financial Stability**. SARB, 2020.



Desafio /questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
	ato legal de fundação ⁴⁷³ . Adicionalmente, outros documentos do arcabouço legislativo ⁴⁷⁴ e operacional ⁴⁷⁵ do <i>Twin Peaks</i> australiano corroboram e dão maior clareza às responsabilidades macroprudenciais da APRA.		um evento como “sistêmico” ⁴⁷⁶ .

Fonte: elaboração própria.

VII.1.5.1. Diagnóstico do cenário brasileiro

No Brasil, as quatro entidades reguladoras do sistema financeiro possuem mandatos legais para gestão prudencial de seus mercados regulados. Porém, ainda não é clara a distinção entre atribuições micro e macroprudenciais nos arcabouços legais destas autarquias. Teoricamente, as entidades normativas, quais sejam, CMN, CNPC e CNSP, poderiam ser responsáveis pela normatização destas regulações, visto a existência de normas de caráter mais amplo que associam a estabilidade do sistema financeiro com algumas responsabilidades atribuídas a estes Conselhos⁴⁷⁷.

Neste sentido, com relação à regulação macroprudencial, entende-se que ainda não existe mandato claro para que ela seja liderada por uma das entidades

⁴⁷³ Em sua seção 8, Parte 2, o APRA Act 1998 relata que, ao regular prudencialmente as entidades do setor financeiro, a APRA deve: "*balance the objectives of financial safety and efficiency, competition, contestability and competitive neutrality and, in balancing these objectives, is to promote financial system stability in Australia.*"

⁴⁷⁴ Por exemplo, o poder dado à APRA pelo Banking Act 1959 para regular entidades tomadoras de depósitos, incluindo a implementação de ferramentas de natureza micro e macroprudenciais, como o *countercyclical capital buffer* e o *loan serviceability buffer*. Ver: Banking Act 1959.

⁴⁷⁵ Por exemplo, o memorando de entendimento entre RBA e APRA que atesta a posição da APRA como "...the macroprudential policy authority and is the decision-maker on macroprudential policy with accountability for policy tools and settings." e trata de diversos temas, incluindo a definição dos papéis de cada um dos reguladores na contribuição para a estabilidade financeira e os mecanismos de coordenação entre ambos em relação à política macroprudencial. Ver: RESERVE BANK OF AUSTRALIA (RBA); AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY (APRA). **Memorandum of understanding between the RBA and APRA.** RBA, jul. 2025.

⁴⁷⁶ INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). South Africa: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Banking Regulation and Supervision. **IMF Staff Country Report**, nº 2022/184, jun. 2022b. P. 21.

⁴⁷⁷ Por exemplo: (i) Lei nº 4.595/1964, art. 3º, inciso VI que trata do dever do CMN em zelar pela liquidez e solvência das IFs.



reguladoras⁴⁷⁸. Adicionalmente, tampouco existe órgão/comitê consultivo ou orientativo entre os reguladores para tratar a regulação macroprudencial e, consequentemente, também o tema de avaliação dos riscos sistêmicos para o sistema financeiro como um todo⁴⁷⁹, fato apontado como uma deficiência do atual modelo regulatório nacional e que pode gerar ineficiências na gestão e contenção de riscos sistêmicos no sistema financeiro brasileiro⁴⁸⁰.

Por outro lado, a forte expansão de outros segmentos financeiros não bancários e a elevada interrelação entre bancos e demais segmentos financeiros no Brasil incrementaram a pressão para o desenvolvimento de habilidades macroprudenciais e maior capacidade de supervisão de riscos sistêmicos por parte das demais entidades reguladoras locais que não o BCB⁴⁸¹. Assim, percebe-se crescente apropriação, nas autarquias financeiras locais, de atividades supervisoras da regulação macroprudencial⁴⁸², com destaque para atividades de acompanhamento dos riscos sistêmicos de seus mercados supervisionados.

Alguns pontos adicionais de destaque no estado atual da regulação macroprudencial no país são: (i) o papel de liderança “extraoficial” exercido pelo BCB na questão da política macroprudencial brasileira⁴⁸³; e (ii) a existência de

⁴⁷⁸ Estando, portanto, espalhada pelos diversos reguladores setoriais do país, incluindo as entidades normativas e executivas do SFN.

⁴⁷⁹ Apesar da criação do Coreme em 2006 buscar mitigar a fragmentação regulatória, o alcance deste Comitê é limitado, tanto pela sua natureza coordenativa, como por suas restrições para impor requerimentos ou emitir recomendações vinculantes e, tampouco, tem a pretensão de ser a entidade responsável pela coordenação e regulação macroprudencial de seus entes participantes. Ver: Alvares (2025). Assim mesmo, é natural que a eventual criação de um comitê responsável pela regulação macroprudencial no Brasil tenha que tratar, também, da definição clara dos limites e interações de seu escopo de ação com aquele do COREMEC. Ver: IMF (2018), p.23.

⁴⁸⁰ INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil: Financial System Stability Assessment. **IMF Staff Country Report**, n. 18/339, Washington, DC, 2018; INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil – 2024 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil. **IMF Staff Country Report**, n. 2024/209, jul. 2024.

⁴⁸¹ Especial atenção dada ao setor de fundos de investimentos que, em 2024, alcançou o patamar de R\$ 8.8 trilhões em ativos sobre supervisão, ou 80% do PIB nacional (patamar comparável aos países desenvolvidos). Destaca-se, nos últimos anos, a implementação, pela CVM, de mecanismos de atuação prudencial (ex.: limites de alavancagem) e de monitoramento dos riscos sistêmicos no mercado de fundos de investimentos nacional. Ver: FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). **Peer Review of Brazil - Review report**. 2024. FSB, 28 nov 2024.

⁴⁸² Por exemplo, a Susep dispõe de uma unidade responsável por desenvolver e implementar a supervisão macroprudencial de seus mercados, a COMAP (Coordenação de Monitoramento de Ativos Financeiros e Macroprudencial). Ver: SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (PREVIC). **Ativos e Macroprudencial**. Susep, 22 jul. 2022 (atualizado em 13 mar. 2024).

⁴⁸³ Por exemplo, a existência do Comitê de Estabilidade Financeira (Comef), órgão colegiado do BCB, que estabelece diretrizes (medidas e instrumentos macroprudenciais) para manutenção da estabilidade financeira e prevenção da materialização do risco sistêmico. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Comitê de Estabilidade Financeira (Comef)**. BCB, s.d.



portfólio substancial de ferramentas macroprudenciais e de acompanhamento do risco sistêmico, sobretudo pelo BCB⁴⁸⁴.

Considerando a maior maturidade do BCB no âmbito de sua função de supervisão macroprudencial frente aos demais reguladores nacionais, vale realçar alguns pontos de sua atuação sobre este tema:

- A adoção de uma abordagem autodenominada “macro-microprudencial”⁴⁸⁵ com base em fatores mistos, que inclui uma política macroprudencial a ser implementada em prol do sistema, mas com a identificação de *clusters* de instituições financeiras cujas características individuais ensejam abordagens diferenciadas, para minimizar os impactos da política macro em instituições que não oferecem risco ao sistema⁴⁸⁶; e
- A utilização de políticas de caráter macroprudencial para atingir resultados semelhantes aos de política monetária – em razão de o sistema financeiro do Brasil ser “essencialmente bancarizado”⁴⁸⁷. A título de exemplo, em 2011 o BCB aumentou a taxa de recolhimento compulsório – uma medida macroprudencial – com vistas a controlar a inflação.

Porém, Jefferson Alvares destaca as limitações inerentes ao próprio Comef, incluindo a abrangência limitada de sua atuação (restringido ao perímetro de supervisão do BCB) e a carência de maior expertise específica sobre os desafios da regulação macroprudencial na sua composição, que apenas replica a composição da diretoria do BCB. Para maiores detalhes, ver: ALVARES, Jefferson. Poderes macroprudenciais para o BC, um avanço necessário. Valor Econômico, 27 jun. 2025.

⁴⁸⁴ Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil: Financial System Stability Assessment. **IMF Staff Country Report**, nº 18/339, Washington, DC, 2018.

⁴⁸⁵ Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **A Estabilidade Financeira e a Supervisão Macro-Microprudencial**. Brasília: BCB, 27 mar. 2025.

⁴⁸⁶ “Um exemplo prático dessa interação ocorreu em 2023, quando o Relatório de Estabilidade Financeira (REF) indicou um crescimento acelerado do mercado de crédito no Brasil, como parte de uma recuperação econômica pós-pandemia. Embora a análise macroprudencial apontada naquele relatório sugerisse um alerta quanto ao risco sistêmico, a análise Macro-Microprudencial revelou que nem todas as instituições financeiras estavam expandindo seu crédito no mesmo ritmo (...) A simples análise da taxa de crescimento do crédito por segmentos evidencia diferenças significativas, sugerindo a necessidade da identificação dos *clusters* específicos de bancos de crescimento, os quais poderiam representar um risco à estabilidade financeira.”. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **A Estabilidade Financeira e a Supervisão Macro-Microprudencial**. Brasília: BCB, 27 mar. 2025.

⁴⁸⁷ “O Banco Central do Brasil, ao se utilizar do termo macroprudencialidade para caracterizar sua política econômica de combate à inflação, mostrou o quanto amplo é o significado desta palavra, assim como os propósitos aos quais visava atingir. Apesar de o termo estar calcado, primeiramente, na ideia de uma regulamentação apropriada do sistema financeiro, que levasse em consideração as implicações macrossistêmicas da saúde das instituições financeiras, percebe-se que, em países emergentes, como é o caso do Brasil, em que o sistema financeiro é essencialmente bancarizado, os resultados das políticas macroprudenciais se confundem com aqueles de política monetária.”. Ver: VARTANIAN, Pedro Raffy; ALMEIDA, Denise Regina Campos. Medidas macroprudenciais e estabilização financeira: uma análise do caso brasileiro. **Práticas em Contabilidade e Gestão**, São Paulo, v. 3, n. 1, p. 104-127, dez. 2015. P. 123.



Percebe-se, portanto, um forte protagonismo do BCB na implementação de políticas prudenciais no setor bancário brasileiro, incluindo aquelas de natureza fortemente macroprudencial.

Quadro-resumo

- **Todos** os reguladores possuem **mandatos legais** para exercer regulação prudencial. No entanto, **não há distinção** clara entre atribuições **micro e macroprudenciais**;
- **Não há órgão/comitê consultivo ou orientativo** entre os reguladores para tratar da regulação macroprudencial.
- A expansão e maior **complexidade e interrelações⁴⁸⁸** do **SFN** torna ainda mais urgente a **necessidade** de uma definição mais precisa da **regulação macroprudencial**.
- **BCB** possui maior **maturidade** e certa **liderança de facto** na regulação macroprudencial no Brasil (apesar de ainda limitada ao seu escopo de atuação).

Fonte: elaboração própria.

VII.1.5.2. Amplitude do desafio

Classificação: adicional (as chances de insucesso são significativas, mas a mudança ainda é percebida como factível, sobretudo se o esforço adicional for empreendido).

O diagnóstico do cenário brasileiro indica a inexistência de um arcabouço regulatório específico e consolidado sobre a regulação macroprudencial. Apesar disso, o BCB tem atuado nesta frente, destacando-se em relação aos demais reguladores setoriais. Nesse contexto, destaca-se a função macro atribuída ao BCB pela Lei Complementar nº 179/2021, que determina como um dos objetivos desse regulador de “zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro”⁴⁸⁹. Já haveria, portanto, certa maturidade e atribuição legal do Banco Central para assumir essa função.

Cabe ressaltar, entretanto, que essa experiência brasileira em relação à regulação macroprudencial é concentrada no âmbito bancário, o que gera incertezas quanto à operacionalidade dessa função em outros segmentos

⁴⁸⁸ Tanto entre os distintos segmentos do setor financeiro, quanto destes com outros setores não-financeiros.

⁴⁸⁹ Art. 1º, parágrafo único, Lei Complementar nº 179/2021: “Art. 1º . (...) Parágrafo único. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, o Banco Central do Brasil também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego”.



relevantes do sistema financeiro, como o mercado de capitais e o setor de seguros. Esses setores possuem dinâmicas próprias, que demandariam tanto a adaptação de metodologias quanto o fortalecimento das capacidades técnicas dos reguladores já existentes.

Além disso, conforme já apontado, os reguladores macroprudenciais precisam dispor de amplos poderes: acesso a informações de natureza macroeconômica e institucional, ferramentas prudenciais de atuação e, adicionalmente, a prerrogativa de intervir diretamente nos mercados em situações de risco sistêmico.

Assim, embora o BCB já disponha de base normativa e institucional para assumir a regulação macroprudencial, a adoção do modelo *Twin Peaks* no Brasil exigiria definir o formato a ser adotado - concentração das funções micro e macroprudenciais em uma mesma instituição (qual seja, o BCB, como ocorre no Reino Unido e na África do Sul com seus respectivos bancos centrais) ou em duas instituições diferentes (BCB e a criação de uma agência prudencial, como ocorre na Austrália). Em ambos os casos, é preciso avaliar os benefícios e riscos de cada alternativa.

Portanto, diante do cenário brasileiro corrente e tendo em vista, a necessidade ainda presente de elaboração do arcabouço institucional macroprudencial para o país, o desafio de definir a localização da regulação macroprudencial em uma eventual adoção do modelo *Twin Peaks* no país foi classificado como **adicional**.

VII.1.6. Independência operacional e autonomia

De acordo com os Princípios Fundamentais da Basileia, a independência operacional é fundamental para garantir a eficiência do ente regulador⁴⁹⁰. Por se tratar de um conceito de natureza subjetiva, a independência do regulador deve ser analisada de maneira ampla, incluindo avaliações de diversos itens, tais como:

- (1) A relação entre regulador e os órgãos do Poder Executivo aos quais esteja vinculado⁴⁹¹;

⁴⁹⁰ Princípio 2 – independência, *accountability*, provimento de recursos e proteção dos supervisores. Ver: BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS). **Core principles for effective banking supervision**. Bank for International Settlements, set. 2012.

⁴⁹¹ Para Godwin, Howse e Ramsay, os governos têm interesses legítimos sobre os reguladores. Sendo assim, diferentes formatos do *Twin Peaks* deveriam analisar a interferência do Governo sob distintas óticas, como: (i) possibilidade do Governo em direcionar investigações; (ii) deveres dos reguladores em informar os governantes sobre determinadas situações; (iii) possibilidade do Governo de obrigar o regulador a tomar determinada ação; e (iv) possibilidade do Governo em eleger um regulador “líder” em determinadas circunstâncias. Ver: GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. A jurisdictional comparison of the twin peaks model of financial regulation. *Journal of Banking Regulation*, v. 18, p. 103-131, 2017b.



- (2) O nível de proteção de seus membros com relação às suas decisões de trabalho;
- (3) Seus processos e estruturas orçamentária e de *funding*; e
- (4) Seu modelo de governança ⁴⁹².

No caso do *Twin Peaks*, a necessidade de clara separação entre apenas dois reguladores e a abrangência de suas atuações (baseadas em objetivos), torna a questão da independência operacional ainda mais crítica para garantir a efetividade do modelo.

Para fins ilustrativos, o quadro 10 apresenta a questão da independência operacional e autonomia no âmbito dos três países utilizados como *benchmark* neste estudo⁴⁹³.

Quadro 10 – Independência operacional e autonomia

Desafio /questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
Características gerais	<p>Na prática, as entidades reguladoras trabalham com ampla independência operacional frente ao poder executivo⁴⁹⁴;</p> <p>Porém, em ambos os estatutos há determinações de, em casos excepcionais, eventual submissão de tais entidades ao Ministro⁴⁹⁵;</p> <p><i>Funding:</i> a APRA possui autonomia orçamentária e</p>	<p>Apesar de possuírem mandatos separados e independentes, FCA e PRA estão legalmente sujeitos a interferências do Tesouro, incluindo: exigência de investigações específicas⁴⁹⁶, dever de investigar e reportar possíveis falhas regulatórias⁴⁹⁷, e eleição do</p>	<p>De forma geral, ambas as agências possuem garantias de autonomia e independência operacional.</p> <p>FSCA: como pessoa jurídica pública garantida pelo FSR Act;</p> <p>PA: Como parte integrante do SARB, que tem</p>

⁴⁹² Para maiores detalhes, ver: 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 University Press, 2021.

⁴⁹³ Considerando os países que já adotaram o modelo, este trabalho elegeu fazer análises mais detalhadas das seguintes jurisdições: (1) Austrália: por ser pioneira e, consequentemente, por ter um modelo com maior histórico para avaliação, incluindo ajustes realizados nas últimas décadas; (2) Reino Unido: por sua relevância econômica e financeira; e (3) África do Sul: por ter sido o país a mais recentemente adotar o modelo e a primeira nação em desenvolvimento a fazê-lo.

⁴⁹⁴ Existe, porém, a obrigação da APRA aconselhar o Ministro em determinadas situações específicas, conforme determinado na seção 10 do APRA Act de 1998. Ver: AUSTRÁLIA. **Australian Prudential Regulation Authority Act 1998**. Canberra: Federal Register of Legislation, versão de 29 jun. 1998.

⁴⁹⁵ Ver Seção 12 APRA Act de 1998 e Seção 12 do ASIC Act de 2001. Disponível em: http://www.austlii.edu.au/cgi-bin/viewdoc/au/legis/cth/consol_act/asaica2001529/s12.html. Acesso em 03 abr 2025.

⁴⁹⁶ FS Act 2012, s.77.

⁴⁹⁷ FS Act s. 73 e 74.



Desafio /questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
	<p>financeira, porém a ASIC, inicialmente foi dependente de recursos governamentais;</p> <p>Há proteção legal dos membros das agências.</p> <p>Existência de órgão independente – <i>Financial Regulatory Assessment Authority</i> (FRAA) – com a função de avaliar e reportar a efetividade e competência da ASIC e APRA.</p>	<p>regulador “líder” em determinada investigação⁴⁹⁸.</p> <p>Poder de veto: direito do BoE, agindo como PRA, restringir ações do FCA em determinadas situações.</p> <p>FPC pode dar direções, às quais a FCA ou a PRA devem cumprir assim que razoavelmente possível, exigindo que o regulador exerça suas funções de forma a garantir a implementação, por ou em relação a uma classe específica de pessoas reguladas, de uma medida macroprudencial⁴⁹⁹.</p> <p>O grau de independência no exercício das funções da PRA em relação às demais funções do Banco é assegurado na FSMA e no <i>Bank of England Act 1998</i>⁵⁰⁰. Todas as funções do BoE como PRA devem ser realizadas através do PRC⁵⁰¹⁻⁵⁰².</p>	<p>autonomia garantida na Constituição⁵⁰³;</p> <p>PA possuí limitações em sua autonomia operacional frente ao Poder Executivo⁵⁰⁴.</p> <p><i>Funding:</i> PA - apenas custos de pessoal estão previstos para serem cobertos por taxas de seus serviços⁵⁰⁵, FSCA – cobertura financeira via taxas e cobrança de serviços dos regulados.</p>

⁴⁹⁸ FS Act, Parte 2 – alterações do FSM Act.

⁴⁹⁹ Bank of England Act 1988, Part 1 A, 9H.

⁵⁰⁰ Através de medidas como a independência do PRC e os arranjos de financiamento e prestação de contas previstos na FSMA e no Bank of England Act 1998. Ver: BANK OF ENGLAND. **The adequacy of PRA resources and the independence of PRA functions: report from the Prudential Regulation Committee to the Chancellor of the Exchequer under paragraph 19 of Schedule 6A to the Bank of England Act 1998 (as amended): period covered: 1 March 2017 – 28 February 2018.** BoE, mar. 2018.

⁵⁰¹ Financial Services Act 2016, S.12, 2A.

⁵⁰² PCR é um comitê do BoE responsável por exercer, em nome do Banco, as funções da PRA previstas na FSMA 2000 e no Bank of England and Financial Services Act 2016. Ver: Financial Services Act 2016, S. 13, Part 3^a.

⁵⁰³ PA consegue obter independência em suas operações atuais; porém possuí forte dependência do próprio SARB (recursos financeiros, pessoal, instalações, etc.). Por conseguinte, o FMI recomenda que a autonomia do PA frente ao SARB seja reforçada. Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). South Africa: Financial System Stability Assessment. Report. **IMF Staff Country Report** nº. 2022/039, fev. 2022a.

⁵⁰⁴ Algumas decisões prudenciais estão sujeitas à aprovação ou concordância do Ministério das Finanças. Para maiores detalhes, ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). South Africa: Financial System Stability Assessment. Report. **IMF Staff Country Report** nº. 2022/039, fev. 2022a. P. 18.

⁵⁰⁵ Demais custos são cobertos pelo SARB, diminuindo a autonomia do PA. Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). South Africa: Financial System Stability Assessment. Report. **IMF Staff Country Report** nº. 2022/039, fev. 2022a.



Desafio /questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
Comentários adicionais	Com relação à eventual submissão, em casos excepcionais, das agências ao Governo (Ministro) e apesar de tais poderes serem raramente utilizados, o FMI realça o risco de efetiva independência da APRA e da ASIC, em face da legislação vigente ⁵⁰⁶ .	Restrições à independência e autonomia da PRA e do FCA são, em grande medida, decorrentes da decisão estratégica de privilegiar a regulação macroprudencial na gestão do sistema financeiro do Reino Unido ⁵⁰⁷ .	Apesar de existir garantia legal de independência e autonomia para a PA, existe forte questionamento sobre sua real independência, visto sua relevante dependência do SARB ⁵⁰⁸ .

Fonte: elaboração própria.

VII.1.6.1. Diagnóstico do cenário brasileiro

O cenário brasileiro será avaliado em relação a três dos quatro itens supracitados, quais sejam⁵⁰⁹: (i) a relação entre regulador e os órgãos do Poder Executivo aos quais esteja vinculado; (ii) o nível de proteção de seus membros com relação às suas decisões de trabalho; (iii) seus processos e estruturas orçamentária e de *funding*.

O primeiro item a ser analisado em relação ao cenário brasileiro é a relação entre os reguladores e os órgãos do Poder Executivo aos quais estão vinculados. No caso, o vínculo entre as autarquias (entes da administração pública federal

⁵⁰⁶ Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Australia: Basel Core Principles for Effective Banking Supervision – Detailed Assessment of Observance. **IMF Staff Country Reports**, No. 2012/313, nov. 2012.

⁵⁰⁷ Em decorrência das análises feitas no pós-crise financeira global de 2008, que apontaram falhas no modelo regulatório unificado existente no Reino Unido na época da crise (incluindo o domínio da regulação de conduta sobre a regulação prudencial na FSA e a ausência de uma visão sistêmica ou macroprudencial, dentre outros), as autoridades britânicas decidiram definir a “estabilidade financeira” como o objetivo primário de seu modelo regulador, inclusive com a posterior introdução de direitos legais dados ao FPC para enfatizar a primazia deste objetivo sobre os demais. Ver: GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Twin peaks and financial regulation: The challenges of increasing regulatory overlap and expanding responsibilities. **The International Lawyer**, v. 49, n. 3, p. 273-298, 2016. P. 358-359.

⁵⁰⁸ FSR Act provê diversos poderes ao Governador do SARB sobre o PA, incluindo: obrigação de compartilhamento de informações sobre IFs em situações de dificuldade financeira e necessidade de consulta ao Governador do SARB para agir sobre IFs em situações de riscos sistêmicos (s.17); direito ao Governador do SARB, em concordância com o Ministro das Finanças, de indicar o CEO do PA (s.36), dentre outros. Para maiores detalhes sobre a dependência do PA ao SARB, ver: FSR Act n.9. Disponível em: <https://www.gov.za/documents/financial-sector-regulation-act-9-2017-english-sepedi-22-aug-2017-0000>. Acesso em: 19 maio 2025.

⁵⁰⁹ O item “iv” não será analisado por ter sido objeto de seção própria - VII.1.3.



indireta) e os Ministérios (integrantes da administração pública federal direta) é finalístico e não de subordinação⁵¹⁰.

Exatamente por isso, todos os reguladores setoriais do sistema financeiro nacional, possuem, em tese, mecanismos jurídicos que garantem a estabilidade de suas decisões e a segurança de que estas não se subordinam às decisões políticas, desvinculando-as da estrutura administrativa ministerial⁵¹¹.

Sobre o segundo item, o nível de proteção de seus dirigentes com relação às suas decisões, tem-se o seguinte cenário: todos os reguladores setoriais do sistema financeiro nacional estão categorizados como autarquias de natureza especial, dotadas, portanto, de autonomia administrativa, financeira, orçamentária; quadro de pessoal e patrimônio próprios, de modo que os decisores estão fora do âmbito político mais direto.

No âmbito das atuações operacionais dos funcionários das entidades reguladoras, dois elementos garantem a autonomia administrativa: o regime jurídico estatutário dos servidores públicos a elas vinculados e os mandatos de seus dirigentes previstos em lei. Neste quesito, vale frisar que, no caso do BCB, sua efetiva autonomia operacional foi obtida somente com a Lei Complementar nº 179/2021 que, entre outras regras, criou mandatos fixos e não coincidentes para seus dirigentes, além de restringir o poder discricionário do Poder Executivo Federal em exonerá-los. No caso da CVM, por outro lado, a garantia de mandato dos diretores foi designada pela Lei nº 10.411/2002, que alterou o art. 5º da Lei nº 6.385/1976.

Destaca-se como exceção à efetiva autonomia operacional autárquica a relação da Susep com o Poder Executivo (supervisionada pelo Ministério da Indústria e Comércio) e a ausência de maior proteção na nomeação e destituição de seus dirigentes⁵¹², situação que, de fato, possui grande potencial de minar sua real independência⁵¹³.

No caso da Previc, apesar de seu corpo diretivo ser composto por uma Diretoria-Colegiada (um diretor-superintendente e quatro diretores), tampouco existe

⁵¹⁰ “As autarquias não se submetem ao poder hierárquico da pessoa que a criou, ou seja, não há subordinação entre uma autarquia e um ministério ou secretaria, mas haverá um controle finalístico de suas atividades, também chamado de tutela ou supervisão.” FERREIRA BALTAZAR NETO, Fernando; TORRES, Ronny Charles Lopes de. **Direito Administrativo**. 13ª. ed. Salvador: ed.Juspodivm, 2023. P. 86.

⁵¹¹ “Deve-se perceber que a supervisão ministerial se diferencia da subordinação hierárquica. Esta decorre da hierarquia e ocorre dentro da estrutura verticalizada de uma única pessoa jurídica, independentemente de previsão legal.”. FERREIRA BALTAZAR NETO, Fernando; TORRES, Ronny Charles Lopes de. **Direito Administrativo**. 13ª. ed. Salvador: ed.Juspodivm, 2023. P. 86.

⁵¹² De acordo com o Decreto-Lei nº 73/1966, caberá ao Presidente da República nomear o superintendente (indicado pelo Ministro da Indústria e Comércio), sem quaisquer cláusulas ou arcabouço legal que lhe garantam independência e proteção. Ver: GOLDBERG, Ilan. A importância de se transformar a Susep em agência reguladora. **Conjur**, fev. 2024.

⁵¹³ INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil – 2024 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil. **IMF Staff Country Report**, nº 2024/209, jul. 2024. P. 82.



resguardo legal ao seu quadro de direção que garanta a independência e autonomia administrativa da autarquia⁵¹⁴.

O terceiro e último item, processos e estruturas orçamentárias, apesar de a autonomia financeira ser legalmente garantida às quatro autarquias do sistema financeiro nacional, ainda persistem desafios para que essas entidades reguladoras tenham recursos adequados para suportar a entrega eficiente de seus serviços e investimentos.

Com exceção do BCB, tais restrições não estão associadas à ausência ou possibilidade legal de geração de influxos monetários às entidades reguladoras⁵¹⁵, mas sim pela falta de repasse destes recursos para elas. Este tipo de restrição impacta a autonomia, pois gera dependência da anuência e autorização do Estado para o repasse dos recursos obtidos via taxas, inviabilizando, *de facto*, a capacidade de auto sustentabilidade das entidades reguladoras⁵¹⁶.

Com relação ao BCB, seus recursos orçamentários e financeiros são provenientes sobretudo de duas fontes: o Orçamento Geral da União (OGU) e o Orçamento de Receitas e Encargos da Autoridade Monetária (OAM)⁵¹⁷, sendo o primeiro aquele com o qual o BCB deve arcar com as despesas obrigatórias e discricionárias para seu funcionamento. Em razão de sua dependência orçamentária ao OGU, observa-se que, mesmo com autonomia operacional garantida pela LC nº 179/2021, sua atuação se encontra restrinida pela ausência de real autonomia financeira e orçamentária⁵¹⁸, cuja importância é

⁵¹⁴ Os cinco membros são escolhidos pelo Ministro da Previdência Social e nomeados pelo Presidente da República (art. 4º, Lei nº 12.154/2009). Além das nomeações, seus tempos de mandato e destituição tampouco estão protegidos por dispositivos legislativos específicos para esta autarquia.

⁵¹⁵ Base legislativa que permite a cobrança de taxas devidas pelo poder de polícia das agências reguladoras financeiras locais:

- Geral: art. 145, inciso II da Constituição Federal de 1988; e art. 77 do Código Tributário Nacional;
- CVM: Lei nº 7.940 de 20 de dezembro de 1989;
- SUSEP: Lei nº 12.249 de 11 de junho de 2010;
- PREVIC: Lei nº 12.154 de 23 de dezembro de 2009.

⁵¹⁶ Como ilustração, em 2024, a CVM arrecadou cerca de R\$ 1,1 bilhão com suas taxas de fiscalização, dos quais apenas R\$ 314 milhões foram repassados a ela. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Relatório de Gestão 2024. CVM, 2025.

⁵¹⁷ Fonte de recursos com destinação específica para cobrir as despesas realizadas na execução das políticas monetária, cambial e creditícia do Brasil. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Relatório Integrado do Banco Central 2024. BCB, 2025. P. 57.

⁵¹⁸ LOYOLA, Gustavo. A necessária autonomia do Banco Central. FGV, 26 ago. 2024.



defendida pelo próprio FMI⁵¹⁹ e que poderia ser viabilizada pela geração de receitas dos serviços prestados pelo próprio Banco⁵²⁰.

Quadro-resumo

- Relação entre regulador e os órgãos do Poder Executivo aos quais esteja vinculado: **vínculo finalístico e de não subordinação**;
- Mecanismos jurídicos garantem a **estabilidade das decisões** e sua **não subordinação** às decisões políticas;
- De forma geral, os reguladores financeiros possuem **autonomia administrativa e operacional**, com quadro de pessoal e patrimônio próprios. Previc e Susep, porém, apresentam riscos à efetiva autonomia e independência de seu corpo diretivo;
- Seus processos e estruturas orçamentária e de *funding*: existem mecanismos legais para a geração de receita própria (exceção BCB), mas os reguladores (em especial CVM, Susep e Previc) enfrentam **desafios na obtenção de recursos adequados** para exercer plenamente suas funções.

Fonte: elaboração própria.

VII.1.6.2. Amplitude do desafio

Classificação: adicional (as chances de insucesso são significativas, mas a mudança ainda é percebida como factível, sobretudo se o esforço adicional for empreendido).

Apesar do arcabouço legislativo e da prática presente, em particular na CVM e no BCB, suportarem a visão de autonomia operacional necessária às entidades reguladoras do modelo *Twin Peaks*, nota-se ainda a presença de determinadas condições contrárias à real independência dos reguladores financeiros nacionais. Nesse sentido, destacam-se as seguintes: (i) as restrições na autonomia operacional observadas na Susep e na Previc; e (ii) o processo recursal corrente sobre as decisões sancionadoras proferidas pelos entes reguladores executivos do SFN.

Com relação ao primeiro item (restrições à autonomia da Susep e Previc), considera-se que o mesmo não venha a ter impacto na eventual implementação

⁵¹⁹ Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil – 2024 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil. **IMF Staff Country Report**, nº 2024/209, jul. 2024. P. 82.

⁵²⁰ Por exemplo, projeto de emenda constitucional (PEC 65/2023) propõe a transformação do BCB em empresa estatal, com autonomia financeira e orçamentária, amparada pelas receitas de senhoriação atualmente exercidas pela instituição.



do *Twin Peaks* no Brasil, pois assume-se que estas entidades seriam absorvidas pelos “picos” prudencial e de conduta do futuro modelo.

Por outro lado, o segundo item, que trata sobre o processo recursal corrente, pode vir a se tornar um efetivo impeditivo à autonomia necessária aos “picos” em um eventual modelo *Twin Peaks* no Brasil.

No vigente modelo setorial, existe a figura do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), um colegiado integrante da estrutura do Ministério da Fazenda e formado por representantes do setor público e privado⁵²¹, o qual figura como instância recursal das sanções aplicadas pelo BCB e CVM e, nos processos de lavagem de dinheiro, aquelas determinadas pelo Coaf, Susep e demais autoridades competentes⁵²².

Sendo assim, quando há um processo no âmbito dos reguladores setoriais, a decisão final poderá ser revertida pelo CRSFN, o que evidencia uma subordinação decisória. Como exemplo, pode-se citar a relação CVM-CRSFN: no caso das decisões proferidas pela CVM, o CRSFN costuma manter o que foi definido pelo regulador. Em 2023, por exemplo, o órgão decidiu por manter cerca de 75% das decisões da CVM⁵²³. De toda forma, a baixa reversibilidade das decisões da CVM pelo CRSFN não apaga o fato de que a atual sistemática mitiga a autonomia decisória dos reguladores setoriais que podem ter suas decisões revertidas.

Exemplo emblemático foi o processo sobre renovação de contratos de concessão envolvendo a União⁵²⁴. O caso foi julgado pelo colegiado da CVM, que decidiu sancionar a União, por entender ter havido infração à lei das S.A.⁵²⁵. O Ente Federativo recorreu ao CRSFN, que reformou a decisão da CVM. Foi, portanto, um caso que fugiu à tendência de “não reversibilidade” por parte do CRSFN.

Entende-se, porém, que o principal obstáculo à independência e autonomia operacional dos futuros reguladores do *Twin Peaks* brasileiro venha a estar atrelado às limitações da autonomia orçamentária e financeira⁵²⁶ que os

⁵²¹ Metade dos representantes é indicada pelas autoridades públicas e a outra metade pelas entidades representativas dos mercados financeiro e de capitais. Art. 3º, Decreto nº 9.889/2019.

⁵²² Art. 2º, Decreto nº 9.889/2019.

⁵²³ “Por consequência, em aproximadamente 75,9% das decisões do órgão de segunda instância administrativa não houve reforma da decisão da CVM, sendo mantidas como originalmente proferidas.”. Ver: PRADO, Viviane Muller; DUTRA, Marcos Galileu Lorena; MANSUR, Fernanda Farina et al. Números do CRSFN em casos da CVM – 2023. **Relatório do Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap)**. São Paulo: FGV Direito SP, 2024. P. 8.

⁵²⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Comunicado ao Mercado nº 07/2017**. Brasília: CVM, 28 jun. 2017.

⁵²⁵ Mais especificamente, a CVM entendeu que houve infração, por parte da União, do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

⁵²⁶ A autonomia operacional possui uma relação direta de dependência da autonomia orçamentária e financeira, pois as restrições de orçamento impactam diretamente nos serviços, investimentos e despesas das entidades reguladoras.



reguladores executivos possuem atualmente no Brasil e que impacta diretamente em suas atividades e desempenhos operacionais⁵²⁷.

Por se tratarem de autarquias federais, os reguladores locais estão vinculados aos processos e demandas do planejamento e execução orçamentária federal, incluindo sua participação e vinculação com o Orçamento Geral da União, consolidação via Ministério do Planejamento, aprovação pelo Congresso⁵²⁸, vinculação à Lei Orçamentária Anual (LOA), entre outros.

Sendo assim, por um lado, percebe-se não somente a presença de um arcabouço jurídico que suporta, legalmente, a autonomia operacional dos reguladores do SFN e de seus colaboradores e dirigentes, mas também a existência de capacidade atual e futura de geração de receitas próprias via taxas, que seriam suficientes para suportar as atividades e investimentos necessários a eles.

Porém, por outro lado, entende-se que, com o desenho corrente de entidades autárquicas federais, os reguladores do eventual *Twin Peaks* brasileiro seguirão submetidos aos procedimentos vigentes orçamentários.

Assume-se, então, que uma decisão que possa vir a aliviar as pressões orçamentárias destes entes reguladores e que busque garantir suas autonomias financeiras necessitará de amplo debate e esforço social e político para sua efetivação⁵²⁹.

Por conseguinte, apesar dos pontos positivos mencionados, entende-se que o desafio de conseguir uma efetiva autonomia orçamentária e financeira irá demandar um nível de esforço **adicional** para garantir a independência operacional e autonomia dos futuros “picos” do *Twin Peaks* nacional.

⁵²⁷ O próprio secretário de reformas econômicas da Fazenda, Marcos Pinto, por exemplo, assume que, no caso da CVM, “... ainda é preciso dar mais independência à gestão do seu orçamento.”. Ver: COTIAS, Adriana. Governo deixa de arrecadar R\$ 40 bilhões por ano com títulos isentos de IR, diz Marcos Pinto. **Valor Econômico**, 09 set. 2025.

⁵²⁸ Do PLOA (Projeto da Lei Orçamentária Anual), que pode ser debatido e emendado.

⁵²⁹ Por exemplo, o caminho buscado pela PEC 65/2023 de alteração do regime jurídico do BCB para garantir a autonomia orçamentária e financeira da entidade vem sendo rejeitada pelo Executivo nacional e gera outros pontos de debates, como os riscos ao nível de proteção de seus membros com relação às suas decisões de trabalho e o uso de receitas oriundas de monopólio estatal (senioriagem) para custeio do próprio BCB. Alguns destes debates estão disponíveis, por exemplo, em: VARGAS, Andrea. Por que a PEC 65 impacta negativamente a regulação financeira. **Jota**, 13 ago. 2025; LEÓN, Lucas Pordeus. CCJ do Senado adia votação da PEC da autonomia financeira do BC. **Agência Brasil**, 17 jul. 2024.



VII.1.7. Adaptação à regulação baseada em objetivos

Regulações baseadas em objetivos, como ocorre no modelo *Twin Peaks*, diferem substancialmente dos modelos regulatórios tradicionais⁵³⁰. Usualmente, elas derivam de legislações também baseadas em objetivos que desafiam os fundamentos da jurisprudência administrativa e legislativa de um país ainda adepto do modelo tradicional de legislação⁵³¹.

Tais modelos exigem que os reguladores estabeleçam claramente as metas que pretendem alcançar e/ou os riscos a serem mitigados. Ao fazê-lo, trazem também consigo a responsabilidade de prestar contas, visto que metas e riscos devem ser abertamente declarados. Por último, modelos baseados em objetivos também demandam regulações mais flexíveis e menos prescritivas⁵³².

Consequentemente, a migração para um modelo *Twin Peaks* demanda mudança comportamental e estrutural no formato regulatório, que passaria a focar, sobretudo, nos objetivos a serem alcançados pelas agências reguladoras do sistema financeiro nacional.

Alguns paradoxos que traduzem desafios de adaptação à regulação baseada em objetivos podem ser sintetizados nos seguintes aspectos⁵³³:

1. Apesar de os princípios serem vagos, sua interpretação pode ser bastante específica, resultando na formação de grupos segregados cada qual com uma interpretação própria do sentido e das dimensões do objetivo proposto⁵³⁴;
2. Ao mesmo tempo em que a linguagem mais simplificada dos objetivos pode facilitar a comunicação em relação a regras detalhadas, também pode dificultá-la: primeiro, quando o regulador estabelece um excesso de diretrizes sobre um objetivo, corre o risco de se contradizer ou de

⁵³⁰ Enquanto regulações por objetivos buscam definir “o quê” as Autoridades deveriam buscar, as regulações mais tradicionais visam definir os mecanismos de “como” elas deveriam operar. Ver: MICHAEL, Bryane; GOO, Say Hak; WOJCIK, Dariusz. Does objectives-based financial regulation imply a rethink of legislatively mandated economic regulation? The case of Hong Kong and Twin Peaks financial regulation. **Capital Markets Law Journal**, v. 15, n. 1, p. 2020, 2014.

⁵³¹ Apesar de ser natural que um modelo regulatório baseado em objetivos esteja associado com uma legislação também baseada em objetivos, existem exceções, como no caso australiano (no qual a legislação foca, sobretudo, em fornecer as diretrizes para a formatação estrutural das agências reguladoras financeiras). Ver: MICHAEL et al. (2014).

⁵³² Como a legislação se baseia em objetivos mais abrangentes (ex.: estabilidade financeira), os reguladores poderão se envolver e aplicar metodologias regulatórias baseadas em risco ou em princípios. Ver: MICHAEL et al. (2014).

⁵³³ Julia Black, ao tratar da criação do FSA no Reino Unido, oferece uma perspectiva própria e geral dos desafios de se implantar uma regulação baseada em objetivos, ou em princípios, em um ordenamento jurídico outrora fundado em regras. Ver: BLACK, Julia. Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation. **LSE Law, Society and Economy Working Papers** 13/2008.

⁵³⁴ Idem, p. 25.



ser inconsistente sobre a interpretação dos termos destas diretrizes⁵³⁵; segundo, o modo de pensar do regulador é diferente dos advogados e juízes, porque, enquanto o regulador se preocupa em atingir toda a indústria de modo propositivo e consequencialista, o raciocínio jurídico desempenhado por advogados é conservador e vinculado à lógica interna do Direito⁵³⁶;

3. Apesar de a regulação baseada em princípios buscar proporcionar mais flexibilidade à atuação dos regulados, a incerteza quanto à interpretação que os sancionadores poderão ter sobre os objetivos regulatórios expressos nas normas tende a causar uma postura “mais conservadora” nos entes regulados e, assim, pode homogeneizar as práticas da indústria tanto quanto regras claras e específicas⁵³⁷;
4. Ao mesmo tempo em que os objetivos precisam de *enforcement* para terem credibilidade, a regulação por objetivos pode facilitar a interpretação retrospectiva dos fatos e dos princípios pelo regulador, o que pode tanto levar ao fracasso dos objetivos por uma regulação mais flexível, quanto gerar uma hostilidade por parte dos regulados com o regulador⁵³⁸;
5. A regulação por objetivos não necessariamente exige um *compliance* mais robusto e completo dos regulados quando comparado com regulações mais prescritivas. Entretanto, ela demanda uma mudança de mentalidade e de habilidades, incrementando a necessidade de “julgamentos” por parte do regulado para que este assegure a conformidade com as regras⁵³⁹;
6. Ao mesmo tempo em que pode promover valores éticos entre os regulados por meio de obrigações de *compliance*, a regulação por objetivos pode fazer os operadores de *compliance* se tornarem gestores de riscos sobre as informações divulgadas ao regulador. Nesse caso, a opção por não divulgar passa a se tornar mais interessante, gerando um efeito reverso de corrosão das práticas éticas no sistema⁵⁴⁰; e

⁵³⁵ Idem, p. 26.

⁵³⁶ Idem, p. 27.

⁵³⁷ Tendo em vista que (a) o regulador pode adotar um posicionamento restrito quanto às práticas efetivamente aceitas na regulação por objetivos; (b) os regulados tenderiam a seguir as *guidelines* ao pé da letra, como se tivessem natureza de regras detalhadas ao invés de simples recomendações de boas-práticas; e (c) empresas de consultoria têm o incentivo de vender práticas regulatórias e de compliance complexas e padronizadas aos seus clientes do setor regulado. – Idem, p. 28.

⁵³⁸ Idem, p. 29.

⁵³⁹ O cumprimento de *compliance* por meio de listas pré-definidas de observação das obrigações requeridas em regras bem definidas é substituído por ações que necessitam maior capacidade de julgamento e visão estratégica por parte do ente regulado. – Idem, p. 32.

⁵⁴⁰ Idem, p. 33.



7. Certa atenção deve ser dada ao risco da flexibilidade de interpretação e ação dos regulados frente aos objetivos (algo menos prescritivo que regras detalhadas) que devem cumprir, pois a regulação por objetivos parte de certa visão “utópica” de confiança mútua e cooperação entre os regulados e o regulador⁵⁴¹.

Adicionalmente, em linha com os paradoxos mencionados anteriormente e visto que uma regulação baseada em objetivos oca em determinar “o quê” se deve regular, a utilização de metodologias de regulação / supervisão e de gestão baseadas em riscos acaba sendo um ferramental útil tanto para lidar com alguns dos paradoxos⁵⁴² como para servir de “como” proceder na implementação da nova metodologia regulatória.

Para fins ilustrativos, o quadro 11 apresenta a questão da adaptação à regulação baseada em objetivos no âmbito dos três países utilizados como *benchmark* neste estudo⁵⁴³.

Quadro 11 – Adaptação à regulação baseada em objetivos

Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
Características gerais	<p>A ASIC disponibiliza uma série de guias regulatórios com suas diretrizes e padrões (<i>standards</i>) ao mercado⁵⁴⁴;</p> <p>De forma geral, o <i>Twin Peaks</i> é uma exceção, pois o arcabouço legislativo</p>	<p>Tanto a FCA quanto a PRA possuem manuais (<i>handbooks</i>) extensos com as suas regras, diretrizes (<i>guidelines</i>) e padrões (<i>standards</i>) ao mercado⁵⁴⁸.</p> <p>Ambas as agências, aplicam de forma prática</p>	<p>Situação prévia baseada, sobretudo, em legislação prescritiva, principalmente nas leis mais antigas.</p> <p>Junto com a definição dos “objetivos” regulatórios, o FSR Act introduziu novo mecanismo para facilitar a</p>

⁵⁴¹ O foco muda de uma ação de controle (regulador sobre regulado), para outra baseada em responsabilidade, mutualidade e confiança, na qual o regulador expressa seus princípios e os regulados buscam desenvolver seus processos e práticas para o atingimento daquilo que eles compreendam como sendo os princípios do regulador. – Id., idem, p. 35.

⁵⁴² Por exemplo, em face da amplitude de possíveis comprehensões e aplicações de medidas de compliance, a gestão baseada em riscos poderá auxiliar o regulador em definir suas prioridades para melhor uso de seus recursos limitados na supervisão e regulamentação de seus entes regulados.

⁵⁴³ Considerando os países que já adotaram o modelo, este trabalho elegeu fazer análises mais detalhadas das seguintes jurisdições: (1) Austrália: por ser pioneira e, consequentemente, por ter um modelo com maior histórico para avaliação, incluindo ajustes realizados nas últimas décadas; (2) Reino Unido: por sua relevância econômica e financeira; e (3) África do Sul: por ter sido o país a mais recentemente adotar o modelo e a primeira nação em desenvolvimento a fazê-lo.

⁵⁴⁴ Disponível em: <https://www.asic.gov.au/regulatory-resources/regulatory-resources-search/> Acesso 23 junho 2025.

⁵⁴⁸ Sobre o PRA, ver: PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY (PRA). **The Prudential Regulation Authority Rulebook**. PRA, s.d.

Sobre o FCA, ver: FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). **Handbook of rules and guidance**. FCA 20 abr. 2016 (últ. atual. 08 set. 2025).



Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
	<p>australiano tende a adotar práticas mais exaustivas e prescritivas em seus atos legais⁵⁴⁵;</p> <p>Mecanismos de gestão de riscos são utilizados tanto pela ASIC⁵⁴⁶ quanto pela APRA⁵⁴⁷ para o exercício suas funções;</p>	<p>metodologias de gestão de riscos em suas funções, bem como determinam a obrigatoriedade do uso dela para seus entes regulados⁵⁴⁹</p>	<p>implementação da regulação por objetivos: os padrões (<i>standards</i>)⁵⁵⁰.</p> <p>O uso da gestão baseada em riscos está prevista tanto na legislação⁵⁵¹ quanto nas práticas⁵⁵² e nas estratégias dos reguladores locais⁵⁵³.</p>

⁵⁴⁵ MICHAEL, Bryane; GOO, Say Hak; WOJCIK, Dariusz. Does objectives-based financial regulation imply a rethink of legislatively mandated economic regulation? The case of Hong Kong and Twin Peaks financial regulation. **Capital Markets Law Journal**, v. 15, n. 1, p. 2020, 2014.

⁵⁴⁶ ASIC utiliza, no planejamento e *design* de suas atividades, a gestão baseada em risco como um dos três princípios de *best-practices* de reguladores. Ver: AUSTRALIA SECURITIES & INVESTMENTS COMMISSION (ASIC). **Annual Report - 2023-2024**. Asic, out. 2024. P. 109.

⁵⁴⁷ A metodologia atual da APRA vem sendo utilizada e aprimorada continuamente há cerca de duas décadas e é baseada, sobretudo, em dois elementos primordiais: (i) o Sistema de Classificação de Probabilidade e Impacto (*Probability and Impact Rating System - PAIRS*) é o modelo de avaliação de risco da APRA e considera tanto a probabilidade quanto o impacto da falha de uma entidade regulamentada pela APRA e; (ii) o Sistema de Supervisão e Resposta - (*Supervisory Oversight and Response System - SOARS*) é usado para determinar a resposta de supervisão apropriada com base nas avaliações de risco do PAIRS; possui quatro níveis de supervisão: normal; supervisão; melhoria obrigatória; e reestruturação. Ver: AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY. **Glossary**. APRA, 2025.

⁵⁴⁹ Como, por exemplo, estabelecido na parte sobre Senior Management Arrangements, Systems and Controls do FCA Handbook para seus entes regulados, que reforça a necessidade das entidades terem sistemas adequados de gestão de riscos em suas operações. Para maiores detalhes, ver: FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). **Handbook of rules and guidance**. FCA 20 abr. 2016 (últ. atual. 08 set. 2025).

⁵⁵⁰ Padrões (*standards*) são, basicamente, novos requerimentos legais emitidos diretamente pelos reguladores (PA e FSCA) que visam facilitar o alcance dos objetivos definidos no FSR Act. Eles se dividem em padrões (*standards*) prudenciais e de conduta de mercado. Ver HAVEMANN, Roy. Twin Peaks in South Africa. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). **The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation**. Cambridge University Press, 2021. P. 151. Detalhamento dos objetivos a serem perseguidos pelos padrões (*standards*) prudenciais e de conduta estão contidos, respectivamente, nas s.105(2) e s.106(2) do Capítulo 7 do Financial Sector Regulation Act, No.9 de 2017.

⁵⁵¹ Por exemplo, na exigência que a PA, no exercício de suas funções, leve em consideração a gestão baseada em riscos e priorize seus recursos de acordo com a significância do risco e do atingimento de seus objetivos. FSR Act 2017, capítulo 3, s.34(4)(b).

⁵⁵² Como atestado pelo FMI, por exemplo, no progresso em ações e estratégias de PLD/FCT com o uso de métodos de gestão de risco nas atividades de supervisão da PA nessa área. Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). South Africa: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Banking Regulation and Supervision. **IMF Staff Country Report** nº 2022/184, jun. 2022b.

⁵⁵³ A utilização das metodologias de gestão baseada em riscos é vista como uma ferramenta crítica para o atingimento dos objetivos estratégicos de ambas as agências, como pode ser visto em seus relatórios estratégicos. Para maiores detalhes ver: sobre a FSCA - FINANCIAL SECTOR CONDUCT AUTHORITY (FSCA). **Regulatory Strategy 2025-2028**. FSCA, 2025;

Sobre a PA: PRUDENTIAL AUTHORITY. **Regulatory Strategy 2025-2030**. SARB, 2025.



Desafio / questão	Austrália	Reino Unido	África do Sul
Comentários Gerais	O colapso da seguradora HIH em 2001 gerou a necessidade de revisão do modelo baseado em riscos da APRA, sendo considerado o fator motivador para a criação do atual formato em uso ⁵⁵⁴ .	-	Apesar de ser considerada uma ferramenta-chave da estratégia regulatória, a gestão baseada em riscos, ao contrário de outros itens, não foi detalhadamente e exaustivamente delineada no FSR Act 2017 e os mecanismos utilizados pelos reguladores ainda necessitam evoluir em termos de robustez ⁵⁵⁵ .

Fonte: elaboração própria.

Nesse sentido, pensar a reestruturação do sistema regulatório passaria por aprimorar elementos já presentes no sistema atual, como: (i) identificação dos objetivos dos reguladores nas leis instituidoras; (ii) gestão de riscos; e (iii) divulgação pública do desempenho dos reguladores, com vistas a garantir a participação democrática e a transparência. Cada um desses pontos será melhor explorado dentro do contexto brasileiro, a seguir.

VII.1.7.1. Diagnóstico do cenário brasileiro

No cenário nacional, o modelo de regulação setorial⁵⁵⁶ está vinculado a subsistemas temáticos, onde cada regulador do sistema financeiro nacional possui uma designação própria baseada em delegações legais de competência e com a presença de uma arquitetura regulatória internacional⁵⁵⁷.

Sendo assim, é possível observar que os reguladores setoriais já possuem em suas bases normativas e decisórias uma preocupação com a saúde de seu setor regulado como um todo, mesmo que não se dediquem exclusivamente às funções prudenciais, como acontece com a CVM, quando observa os chamados

⁵⁵⁴ Ver: BLACK, Julia. The development of risk based regulation in financial services: Canada, the UK and Australia. **ESRC Centre for the Analysis of Risk and Regulation Research Report**, 2004, p.32-33.

⁵⁵⁵ Ver: CHITIMIRA, H.; MAVHURU, L. A comparative analysis of the design and implementation of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and Australia. **PER / PELJ**, v. 27, 2024. P. 18-19.

⁵⁵⁶ THORSTENSEN, Vera Helena; RATTON, Michelle; COELHO, Alexandre Ramos. O quadro regulatório do sistema financeiro internacional. **Textos para Discussão / Working Paper Series**, FGV EESP, São Paulo, nov. 2019.

⁵⁵⁷ “Similar às estruturas regulatórias domésticas, a arquitetura regulatória internacional é formada por instituições especializadas em diferentes mercados. Nota-se que, embora o sistema financeiro internacional seja cada vez mais integrado e globalizado, o arcabouço regulatório é fragmentado.” T THORSTENSEN, Vera Helena; RATTON, Michelle; COELHO, Alexandre Ramos. O quadro regulatório do sistema financeiro internacional. **Textos para Discussão / Working Paper Series**, FGV EESP, São Paulo, nov. 2019.



interesses difusos e coletivos no mercado de capitais⁵⁵⁸, na oportunidade de negociação de termos de compromisso.

Como apontado no último tópico, a incorporação do modelo *Twin Peaks* exigiria não apenas preocupações laterais com a estabilidade do sistema, mas sim uma centralização dessa preocupação em uma só entidade reguladora, baseada em objetivos, princípios ou diretrizes. Atualmente, todos os reguladores setoriais brasileiros do sistema financeiro nacional possuem em suas leis fundadoras elementos com estas preocupações, em diferentes níveis de abstração, quais sejam:

- Susep, no art. 5º do Decreto-Lei nº73/66;
- CVM, no art. 4º da Lei nº 6.385/76;
- Banco Central do Brasil, o art. 1º da Lei Complementar nº 179/21;
- CMN, o art. 3º da Lei nº 4.595/1964;
- Previc, no art. 2º da Lei nº 12.154/09.

Isso demonstra a existência de uma base normativa mínima para o exercício do *Twin Peaks*, caso ele fosse implementado no país, não exigindo, em relação a este tópico, grandes custos legislativos ou políticos, ainda que alguma adaptação seja necessária (sobre isso, ver o item “elementos fáticos” – seção VII.1.11). Igualmente, em razão da existência desta base normativa, entende-se que, possivelmente, deva existir uma cultura ou hábitos associados com atividades regulatórias de cunho mais finalísticos (objetivos) nos reguladores atuais do SFN.

Com relação à gestão de riscos, verifica-se a existência de efetivas imposições normativas, no âmbito federal, quanto à adoção de metodologias formais para sua gestão pelas instituições públicas. Por exemplo, a Instrução Normativa Conjunta MP/CGU nº 1/2016⁵⁵⁹ estabelece procedimentos padronizados para controles internos, governança e gestão de riscos no âmbito dos órgãos e entidades do Poder Executivo federal, o que abrangeira, em tese, tanto a administração pública federal direta quanto indireta.

⁵⁵⁸ (...) afigura-se conveniente e oportuno, e que a contrapartida em tela é adequada e suficiente para desestimular práticas semelhantes, em atendimento à finalidade preventiva do instituto de que se cuida, inclusive por ter a CVM, entre os seus objetivos legais, a promoção da expansão e do funcionamento eficiente do mercado de capitais (art. 4º da Lei nº 6.385/76), que está entre os interesses difusos e coletivos no âmbito de tal mercado.”. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Parecer do Comitê de Termo de Compromisso – Processo Administrativo CVM nº 19957.000589/2024-51*. CVM, 2024.

⁵⁵⁹ TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO (TCU). *Referencial básico de gestão de riscos*. TCU, abr. 2018.



A regulação / supervisão baseada em riscos também tem sido adotada de forma geral pelos reguladores nacionais, tanto de maneira formal⁵⁶⁰ quanto prática⁵⁶¹. Estes procedimentos possibilitam que os reguladores brasileiros criem mecanismos de atuação potencialmente mais eficientes para lidar com a pluralidade de seus entes regulados, algo crítico para a eventual eficiência de um modelo regulatório baseado em objetivos.

Quanto à participação democrática e transparência, observa-se que reguladores brasileiros vêm adotando práticas consistentes de tomadas de subsídios e consultas públicas para mudanças regulatórias⁵⁶². Entretanto, relativamente à avaliação de desempenho institucional e sua divulgação, os resultados são bastante heterogêneos. Um diagnóstico abrangente da CGU apontou que cerca de 73,7 % das agências reguladoras examinadas apresentaram desempenho inferior a 1/3⁵⁶³ da pontuação possível em indicadores como sistemas formais de avaliação, cumprimento de cronogramas e divulgação ativa dos resultados.

No caso do BCB, o órgão aparenta ter uma divulgação mais estruturada. Anualmente são divulgados em seu site oficial o “Relatório Integrado”, cujo objetivo é informar a “sociedade da atuação da autarquia no exercício anterior, discorrendo sobre todos os temas que foram relevantes para a geração de valor do BC à sociedade”⁵⁶⁴. Além disso, o órgão publica também indicadores de gestão (como, por exemplo, “aprimoramento dos modelos de projeção econômica”; “Índice de consecução da meta da Taxa Selic”; etc.), avaliando a meta para cada indicador e sua respectiva apuração⁵⁶⁵.

A prática de publicação de documentos públicos sobre o desempenho e resultados também é frequente entre as demais entidades reguladoras do SFN. Por exemplo, a CVM publica, anualmente, o Relatório de Gestão⁵⁶⁶ e Relatórios de Atividades de Auditoria Interna (RAINT). O primeiro tem como objetivo prestar contas aos órgãos de controle interno e externo e à sociedade, enquanto o segundo apresenta os objetos auditados, as ações de desenvolvimento

⁵⁶⁰ Como, por exemplo, a Resolução nº 3.427 do Conselho Monetário Nacional que determina a utilização da supervisão baseada em riscos pela CVM.

⁵⁶¹ Como na Consulta Pública nº 126/2025 do BCB para regulação de ativos virtuais e *tokens*, que os divide em quatro subgrupos, com base em uma abordagem orientada por riscos. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/20900/nota>. Acesso em 31 de outubro de 2025.

⁵⁶² Vide as atuações da CVM na reforma da norma de fundos de investimento, por exemplo.

⁵⁶³ Ver; BRASIL. Controladoria-Geral da União. **Diagnóstico da capacidade institucional para regulação: Programa de Aprimoramento da Qualidade da Regulação Brasileira – QualIREG**. Brasília: CGU, 2022, p.19/20.

⁵⁶⁴ Os relatórios integrados do BCB podem ser encontrados em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatoriointegrado>.

⁵⁶⁵ Disponível em: https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/indicadores_gestao. Acesso em: 11 ago. 2025.

⁵⁶⁶ Os relatórios de gestão podem ser acessados em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm>. Acesso em: 11 ago. 2025.



institucional e de capacitação realizadas ao longo do exercício, bem como as ações de fortalecimento da unidade de auditoria interna⁵⁶⁷.

Quadro-resumo

- Existe um **arcabouço jurídico mínimo** determinando os objetivos de cada regulador.
- **Gestão de riscos:** a legislação determina a adoção de **metodologias formais** para a gestão de riscos por parte das instituições;
- **Participação democrática e transparência:** os reguladores **adotam práticas** para assegurar estes dois elementos (como, por exemplo, consultas públicas).

Fonte: elaboração própria.

VII.1.7.2. Amplitude do desafio

Classificação: normal (nível de esforço significativo, mas com grandes possibilidades de êxito).

A amplitude do desafio em relação à “adaptação à regulação baseada em objetivos” demanda a análise sob três perspectivas: (i) arcabouço jurídico vigente; (ii) gestão de riscos; e (iii) participação democrática e transparência.

No que se refere ao arcabouço jurídico vigente, observa-se que diferentes leis já estabelecem os objetivos e diretrizes a serem seguidos pelos reguladores setoriais brasileiros. Isso demonstra que existe uma base normativa mínima capaz de sustentar a adoção de um modelo Twin Peaks no país, sem demandar custos legislativos ou políticos elevados. Ademais, a existência dessa base normativa sugere que os reguladores atuais do SFN já possivelmente desenvolvem uma cultura institucional ou práticas alinhadas a atividades regulatórias com foco mais finalístico (orientadas a objetivos).

Quanto ao segundo item, a gestão de riscos, a regulação setorial no Brasil já contempla mecanismos alinhados a padrões internacionais, como o de Basileia III para instituições financeiras. Essa experiência prévia pode servir como um ponto de partida para o tratamento deste tópico.

Em relação ao terceiro, participação democrática e transparência, também já existem mecanismos de consulta e comunicações públicas adotados pelos reguladores quando estes pretendem realizar mudanças regulatórias e prestar

⁵⁶⁷ Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/auditorias/auditoria-interna>. Acesso em: 11 ago. 2025.



contas à sociedade (vide, a título de exemplo, os relatórios publicados pela CVM⁵⁶⁸ e pelo BCB⁵⁶⁹).

Apesar dos fatores mencionados anteriormente criarem um cenário relativamente apto a adoção de uma regulação baseada em objetivos, há certos desafios para os quais a jurisdição brasileira ainda deve se atentar, como:

- A conversão para um modelo de regulação demanda não apenas uma curva de aprendizado institucional, mas também a consolidação de uma nova cultura regulatória;
- A exigência da criação, revisão e sistematização de regras e procedimentos, de modo a garantir unicidade, consistência e clareza na aplicação das normas;
- A existência de possíveis entraves operacionais, sobretudo porque os atuais reguladores setoriais no Brasil apresentam estruturas institucionais, graus de maturidade e realidades muito díspares.

Assim mesmo, de forma geral e de acordo com o *status* corrente, este desafio foi classificado como **normal**.

VII.1.8. Recursos

A existência de recursos adequados para as entidades reguladoras é um dos fatores fundamentais que deve ser considerado em qualquer tentativa de reorganização de uma estrutura regulatória. Além disso, este tópico precisa ser visto de forma ampla, não se restringindo somente aos aspectos físicos e humanos de sua disponibilização⁵⁷⁰.

Embora a consideração acerca dos recursos seja inerente a qualquer processo de acentuada alteração regulatória⁵⁷¹, a adaptação desses recursos apresenta

⁵⁶⁸ Sobre a prestação de contas por parte da CVM, destacam-se os relatórios de gestão e Relatórios de Atividades de Auditoria Interna (RAINT), que podem ser encontrados nos seguintes links:

Relatórios de gestão: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm>.

RAINT: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/auditorias/auditoria-interna>.

⁵⁶⁹ Sobre a prestação de contas por parte do BCB, destaca-se os relatórios integrados, que podem ser encontrados em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatoriointegrado>.

⁵⁷⁰ Ver: PAN, Eric J. Four challenges to financial regulatory reform. *Vill. L. Rev.*, v. 55, p. 743-772, 2010.

⁵⁷¹ A perda de foco dos funcionários nas atividades operacionais durante qualquer processo transitório pode aumentar o risco de eventos regulatórios negativos durante a fase de transição, por exemplo. Ver: CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021..



características bastante específicas em uma eventual transição para o modelo *Twin Peaks*. A autonomia e a natureza própria de cada regulador exigem perfis e estruturas claramente definidos para a alocação e utilização dos recursos⁵⁷². Nesse sentido, a adoção do novo modelo envolve, entre os diversos tipos de recursos necessários, desafios relacionados a:

- a) **Pessoal:** diante das características distintas entre os reguladores, a cultura prevalecente em cada entidade faz com que a adequação do capital humano seja um desafio crítico para o sucesso na implementação do *Twin Peaks*. Além disso, ambos os reguladores necessitam de corpos técnicos extremamente qualificados, o que gera obstáculos não somente para obtenção dos profissionais, mas também para sua manutenção⁵⁷³. Por conseguinte, também é crítico tentar diminuir a perda de pessoal experiente e evitar a desmoralização / desmotivação de pessoas no processo de reestruturação, em particular dos reguladores que serão “incorporados” aos reguladores remanescentes⁵⁷⁴;
- b) **Tecnologia:** tendo em vista a amplitude de atuação⁵⁷⁵, a natureza crescentemente evolutiva do mercado regulado e a especificidade das atividades de cada regulador, entende-se que, no caso do modelo *Twin Peaks*, há necessidade substancial em prover recursos tecnológicos adequados para haver a efetiva ação dos reguladores⁵⁷⁶. Adicionalmente, assim como em qualquer reestruturação, deverão ser considerados os desafios no processo de integração dos sistemas e tecnologias entre os reguladores integrados⁵⁷⁷;
- c) **Outros:** diversos ativos, tanto de natureza tangível quanto intangível, são fundamentais para a eficiência dos reguladores do modelo *Twin Peaks*. Por exemplo, tem-se na amplitude de escopo de atuação de ambas as agências (discutida na seção VII.1.1) a necessidade de eficiente

⁵⁷² Enquanto as agências de conduta possuem natureza de “enforcement”, com foco em perfis jurídicos / legais em sua força de trabalho, as agências prudenciais tendem a ter um perfil mais financeiro e próximo ao mercado. Ver: SCHMULOW, Andrew. Twin peaks: A theoretical analysis. **CIFR Paper** No. WP064/2015, 2015; SOHN, Wook; VYSHNEVSKYI, Iegor. The Effectiveness of Financial Supervision Frameworks. **Journal of Accounting and Finance**, v. 20, n. 1, 2020.

⁵⁷³ Por se tratar de recursos técnicos de alta capacidade, com alta demanda no mercado financeiro (inclusive pelos próprios “regulados”), a valorização do pessoal qualificado das agências reguladoras torna-se um tema crítico para o sucesso do modelo. Ver: MSWELI, Pumela; RYNEVELDT, Dexter L. A Framework for Implementing a Twin Peak Financial Regulatory Model: Institutional Logics Theoretical Perspective. **Ovidius University Annals, Series Economic Sciences**, v. 23, n. 1, 2023.

⁵⁷⁴ Ver: DE LUNA-MARTINEZ, José; ROSE, Thomas Gerrit. International Survey of Integrated Financial Sector Supervision. **World Bank Policy Research Working Paper** 3096, 8 jul. 2003.

⁵⁷⁵ Demanda de enormes volumes transacionais e informacionais por parte de cada agência.

⁵⁷⁶ Ver: MSWELI, Pumela; RYNEVELDT, Dexter L. A Framework for Implementing a Twin Peak Financial Regulatory Model: Institutional Logics Theoretical Perspective. **Ovidius University Annals, Series Economic Sciences**, v. 23, n. 1, 2023.

⁵⁷⁷ Ver: DE LUNA-MARTINEZ, José; ROSE, Thomas Gerrit. International Survey of Integrated Financial Sector Supervision. **World Bank Policy Research Working Paper** 3096, 8 jul. 2003.



compreensão das dinâmicas de funcionamento de todos os setores financeiros relevantes por parte de cada regulador⁵⁷⁸. No caso, a “memória institucional” serviria como ferramenta crítica para lidar eficazmente com as mais diversas situações que serão encontradas em suas atividades. Sendo assim, para que a transição ao modelo *Twin Peaks* tenha maiores chances de êxito, é necessário mapear todos os fatores considerados primordiais para o pleno desempenho dos reguladores⁵⁷⁹.

VII.1.8.1. Diagnóstico do cenário brasileiro

Há no Brasil uma crescente inadequação do volume de recursos das entidades reguladoras locais, o que é resultante de dois grandes fatores: (i) contínua restrição orçamentária, incluindo recursos financeiros e humanos disponibilizados aos reguladores; e (ii) incremento da complexidade dos mercados regulados financeiros.

Com relação ao tema de capital humano, todos os reguladores locais têm enfrentado grandes dificuldades para obtenção de volume adequado de profissionais frente às suas demandas⁵⁸⁰; situação que deve seguir desafiadora, mesmo com a previsão da entrada de novos recursos prevista para ocorrer em 2025 nos quatro reguladores financeiros (BCB, CVM, Susep e Previc)⁵⁸¹. Esta situação torna-se ainda mais crítica em face do relevante incremento no tamanho e na complexidade dos mercados financeiros regulados⁵⁸².

⁵⁷⁸ A especialização setorial deixa de ser a regra, cabendo aos reguladores Prudencial e de Conduta supervisionar todos os segmentos financeiros, indiferente do perfil de seus produtos ou da natureza jurídica de seus fornecedores.

⁵⁷⁹ Por exemplo, no processo de criação da agência prudencial australiana, boa parte da memória institucional do segmento de seguros foi perdida, pois não houve planejamento para mitigar o elevado *turnover* dos funcionários oriundos da antiga agência reguladora deste segmento. Ver: CARMICHAEL, Jeffrey. *Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks*. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 43.

⁵⁸⁰ As últimas datas de concursos para provimento de novos servidores (antes dos concursos atuais, com previsão de entrada dos novos servidores para 2025) nas instituições foram: CVM, PREVIC e Susep em 2010 e BCB em 2013.

⁵⁸¹ No caso da CVM, por exemplo, após catorze anos, ocorreu no final de 2024 um novo concurso; porém com disponibilização de apenas 60 novas vagas de inspetores. Mesmo após aprovação da realização do concurso mencionado, a autarquia expôs a insuficiência do quadro funcional frente às suas necessidades correntes. Ver ofício do presidente da CVM ao Ministro da Fazenda em 30 abr 2024. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Ofício nº 39/2024/CVM/PTE**. CVM, abr. 2024.

⁵⁸² Tome-se, como exemplo, o crescimento aproximado, entre 2019 e 2024, de alguns dos principais segmentos regulados pela CVM: Fundos de Investimento +73%; Renda Fixa (Debêntures e Notas Promissórias) +83%; e Certificado de Recebíveis (CRI e CRA) +217%. Neste mesmo período, o número de regulados saltou de 54.933 para 89.771, um crescimento de 63%. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Relatório de Gestão 2024**. CVM, 2025.



Destaca-se, ainda, que, diante da natureza técnica e especializada dos serviços prestados pelos reguladores, entende-se ser necessário um nível elevado de qualificação de seu corpo operacional, com provável esforço significativo em capacitação e treinamento de seu capital humano. Assim sendo, seria necessário não apenas a contratação de novos colaboradores (desafio da quantidade), mas também de tempo e esforço de capacitá-los. Tal desafio se torna ainda mais crítico em face do elevado estado de envelhecimento da mão-de-obra atual, que tenderia a se aposentar em curto período, criando potencial lacuna de volume e qualidade do capital humano para as entidades reguladoras⁵⁸³.

Observa-se (tabela 1), por exemplo, que somente no período 2019-2024, ocorreu decréscimo de 12% no número de servidores das quatro autarquias⁵⁸⁴. Em contrapartida, vale lembrar que, durante este mesmo período, todos os mercados regulados apresentaram crescimento de volume e complexidade. Adicionalmente, percebe-se que o total de novos servidores esperados para 2025 não será sequer suficiente para cobrir a diminuição da mão-de-obra já ocorrida e ainda se encontrará distante do número de vagas autorizadas para as agências.

Tabela 1 – Evolução do contingente de servidores

Regulador	Servidores 2019	Servidores 2024	Cargos vagos (dez/2024)	Novos servidores (2025)
Previc	80	68	104	40
CVM	493	398	212 ⁵⁸⁵	60
Susep	320	325	499	75
BCB ⁵⁸⁶	3.629	3.189	1.505	100
Total	4.522	3.980	2.320	275

⁵⁸³ Por exemplo, mais de 70% da força de trabalho da CVM já se encontra nos dois níveis finais de progressão de carreira e na SUSEP cerca de 103 dos atuais 303 servidores cumprirão o requisito de idade mínima para aposentadoria até 2029. Sobre a CVM, os dados citados foram consultados no sistema interno da autarquia. Sobre a Susep, ver: SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS (SUSEP). **Relatório de Gestão 2024**. Susep, 2025.

⁵⁸⁴ Caso os períodos de análise fossem ampliados, o quadro de diminuição seria ainda mais drástico. Por exemplo, no caso do BCB, havia, no final de 2009, cerca de 4.727 colaboradores ativos; o que representaria um decréscimo de quase 1/3 de toda sua força de trabalho no período 2009-2024. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório Integrado do Banco Central 2021**. BCB, 2022; BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório Integrado do Banco Central 2024**. BCB, 2025.

⁵⁸⁵ Incluindo 106 cargos de agente executivo.

⁵⁸⁶ Os números relativos ao BCB incluem todo seu escopo de atuação e não somente sua atividade reguladora.



Fontes: Relatórios de Gestão 2019 e 2024 da Susep. CVM, BCB e PREVIC. Ver: Susep (2020; 2025); CVM (2020; 2025); BCB (2020; 2025); PREVIC (2020; 2025). Informe de Recurso Humanos CVM (Dez 2019)

Além da inadequação do volume da força de trabalho, a restrição orçamentária também impacta nas demais necessidades de gastos correntes e, sobretudo, de investimentos das quatro instituições. Tais restrições prejudicam o desempenho destas entidades, bem como inviabilizam investimentos necessários para a modernização e a adequação de suas instalações e atividades⁵⁸⁷. Apesar da CVM, Susep e Previc terem capacidade própria de geração de receitas via taxas, a situação restritiva em seus orçamentos também ocorre, visto que tais receitas dependem do repasse federal para seu uso efetivo por estes reguladores⁵⁸⁸.

A tabela 2 sumariza a deterioração do quadro orçamentário das quatro instituições, demonstrando a diminuição da dotação definitiva em valores reais tanto para seus gastos correntes quanto para seus investimentos.

Tabela 2 – Dotação Orçamentária Definitiva (valores em R\$ Mil)⁵⁸⁹

Regulador	Pessoal & Outras Despesas Correntes (2019)	Pessoal & Outras Despesas Correntes (2024)	Variação	Investimentos (2019)	Investimentos (2024)	Variação
Previc	65,8	43,4	-34%	1,8	4,3	139%
CVM	361,4	313,9	-13%	3,3	2,0	-39%
Susep	329,3	265,9	-19%	3,1	1,4	-57%
BCB	5.002,9	4.067,7	-19%	110,3	32,8	-70%
Total	5.759,4	4.690,9	-19%	118,5	40,5	-66%

Fontes: Relatórios de Gestão 2019 e 2024 da Susep. CVM, BCB e PREVIC. Ver: Susep (2020; 2025); CVM (2020; 2025); BCB (2020; 2025); PREVIC (2020; 2025).

⁵⁸⁷ Investimentos em soluções de tecnologia são necessários não somente para viabilizar serviços regulatórios eficientes em ambientes cada vez mais complexos, como também na busca de ganhos de eficiência e produtividade, que poderiam minimizar o efeito da inadequação do volume de recursos humanos nas autarquias.

⁵⁸⁸ Por exemplo: apesar de haver arrecadado, somente com as taxas de fiscalização, aprox. R\$ 1,1 bilhão em 2024, coube à CVM receber apenas 30% deste valor para seu uso, montante 13% inferior à dotação aprovada em 2019 (em valores atualizados) e sendo, em 2024, somente R\$ 31 milhões para despesas discricionárias. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Relatório de Gestão 2024**. CVM, 2025.

⁵⁸⁹ Valores de 2019 corrigidos pelo IPCA do período.



Quadro-resumo

- **Inadequação** do volume de recursos para os reguladores resulta de dois fatores: (i) restrição orçamentária; (ii) incremento da complexidade dos mercados regulados financeiros.
- **Contingente insuficiente de servidores** para lidar com as demandas e constante evolução do SFN.
- **Deterioração do quadro orçamentário** dos quatro reguladores do SFN, com a constante diminuição da dotação orçamentária definitiva.

Fonte: elaboração própria.

VII.1.8.2. Amplitude do desafio

Classificação: **extra** (contexto possui grande possibilidade de inviabilizar a mudança, sendo necessária especial atenção e esforço para alterar a situação corrente).

A deterioração das estruturas e dos recursos dos reguladores do SFN é um grave desafio que já vem sendo apontado há certo tempo⁵⁹⁰.

Em uma estrutura já potencialmente subdimensionada frente aos seus desafios correntes⁵⁹¹, a implementação de uma mudança estrutural significativa, como a migração para o modelo *Twin Peaks*, pode gerar desafios relevantes e causar elevados impactos negativos na entrega dos serviços e no desempenho dos eventuais futuros “picos” desta nova estrutura reguladora nacional.

A escassez de recursos, as limitações orçamentárias para sua reposição ou incremento e o envelhecimento da mão-de-obra corrente são alguns dos problemas que podem ser acentuados com a eventual necessidade de migração para o *Twin Peaks*, visto que o mesmo demandaria recursos (tecnológicos e humanos) com elevado grau de especialização e eventual perda de recursos

⁵⁹⁰ Por exemplo, o FMI apontava a erosão e falta de flexibilidade para provimento de adequado volume recursos humanos na Susep, bem como a incapacidade da CVM para adequar seu volume de colaboradores às novas demandas do mercado de capitais local. Tal problema também foi apontado pelo FSB (2024) que alertava para a necessidade de fortalecimento da estrutura da CVM para lidar com o crescimento da indústria de fundos de investimento no Brasil. Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil: Financial System Stability Assessment. IMF Staff Country Report, nº 18/339, Washington, DC, 2018; FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). Peer Review of Brazil - Review report. 2024. FSB, 28 nov 2024.

⁵⁹¹ No caso do BCB, por exemplo, medidas de supervisão necessárias pela expansão do PIX e da participação de fintechs no sistema financeiro nacional são pressionadas pelas limitações de recursos da autarquia. Ver: BARCELLOS, Thaís; GONÇALVES, Eduardo; TEÓFILO, Sarah. Por que as fintechs, como as usadas pelo PCC, têm regulação menor do Banco Central?. **O Globo**, 28 ago. 2025.



(tangíveis e intangíveis) causada pelas fricções normais em qualquer processo transitório⁵⁹².

Adicional ao desafio de iniciar-se uma mudança estrutural potencialmente relevante partindo de uma estrutura já subdimensionada⁵⁹³, observa-se a existência de outros potenciais desafios relacionados ao tema dos recursos, tais como:

- a baixa flexibilidade para a gestão dos recursos próprios: caso sigam sendo autarquias federais, os reguladores seguirão sobre as regras e processos existentes no setor público para contratação, licitação e gestão de seus recursos (humanos e outros), o que pode impactar negativamente em áreas que demandam agilidade e/ou possuem forte competição por seus recursos, como capital humano e tecnologia⁵⁹⁴;
- a necessidade de unificação das carreiras⁵⁹⁵: estruturas de carreiras diferentes entre os dois eventuais reguladores do *Twin Peaks* brasileiro podem criar dificuldades na gestão dos recursos humanos delas, gerando potenciais concorrências de recursos entre os reguladores, ruídos no processo de coordenação entre ambos e dificuldades de eventuais compartilhamentos e absorção de pessoal entre si;
- necessidade de elevado e contínuo processo de qualificação e melhoria: o ritmo de evolução e desenvolvimento da indústria financeira tem se acentuado; consequentemente, os reguladores deverão manter um processo contínuo de aperfeiçoamento de seus recursos, incluindo, dentre outros, qualificação de pessoal e investimentos em tecnologia.

⁵⁹² A potencial saída voluntária de colaboradores, natural em qualquer processo de mudança organizacional de impacto relevante, pode ainda ser mais acentuada, visto o grande número de colaboradores com possibilidades de aposentadoria no curto prazo. Adicionalmente, a integração dos sistemas pode ser ainda mais dificultada pelo estágio atual dos sistemas de cada agência, após longos períodos de baixos investimentos.

⁵⁹³ Segundo alguns especialistas, como Marcio Valadares, a falta de recursos na CVM, por exemplo, deveria ser tratada como algo fundamental e, potencialmente, corrigida mesmo antes de qualquer iniciativa de implementação do *Twin Peaks* no Brasil. Ver: VALADARES, Marcio. *Twin Peaks no sistema financeiro brasileiro: em busca de lições da experiência internacional*. Brasil Economia e Governo, 2024.

⁵⁹⁴ Por exemplo, o BCB enfrenta desafios para a gestão de sua mão de obra na adequação de seus horários para lidar com a nova realidade do sistema financeiro nacional, como o PIX, que demanda um nível de supervisão contínuo (24x7). Ver: ESTADÃO CONTEÚDO. Às vésperas dos 4 anos do Pix, BC normatiza plantões de servidores para monitorar sistema 24h. *Istoé Dinheiro*, 29 out. 2024.

⁵⁹⁵ Apesar da Lei 15.141/2025 haver criado certos níveis gerais para carreiras dentro da esfera federal executiva (que se aplicam igualmente, por exemplo, para os cargos de nível superior das autarquias reguladoras federais), ainda não há uma efetiva unificação das carreiras existentes entre estas entidades, permanecendo diferenças em diversos níveis, denominações e cargos entre elas. Dentre outros, alguns exemplos dos pleitos para maior unificação podem ser vistos nas demandas do SindCVM. Ver: SINDCVM. Governo sanciona reajuste e unificação de cargos de nível superior da CVM; mobilização pelos demais itens da pauta segue. **SindCVM**, 04 jun. 2025.



Sendo assim, em face do *status* atual das estruturas (físicas e humanas) dos reguladores nacionais e das demandas atuais e futuras para que cumpram adequadamente seus papéis em um modelo *Twin Peaks*, entende-se que o nível de esforço requerido para a adequação dos recursos dos “picos” reguladores no eventual *Twin Peaks* brasileiro está alocado no nível máximo da escala utilizada neste estudo (i.e.: “extra”).

VII.1.9. Custos

Toda mudança ou reestruturação de estruturas devem considerar os custos adicionais que poderão vir a ser impostos aos entes regulados e à própria estrutura reguladora. Obviamente, custos superiores aos benefícios trazidos pelas mudanças tendem a inviabilizar todo o processo de reestruturação.

No caso do *Twin Peaks*, esta avaliação deve ser feita de forma ainda mais cuidadosa⁵⁹⁶ e abrangente, pois o conceito de custos deve englobar todos aqueles que venham, de alguma forma, a ser percebidos e serem referentes à introdução e operacionalização do novo modelo. Dois desses custos são:

- **Custos regulatórios:** são os custos institucionais (custos das agências e de monitoramento); de *compliance* (aqueles impostos aos regulados) e residuais (ex.: impactos no ambiente competitivo; na inovação; risco moral; risco de captura; regulação excessiva; etc.);
- **Custos de transição:** aqueles inerentes ao próprio processo de mudança, como os custos de *severance*, de desenvolvimento de sistemas, de comunicação e de treinamento⁵⁹⁷.

Dessa forma, a adoção do modelo *Twin Peaks* requer uma análise criteriosa que vá além da simples comparação entre custos e benefícios imediatos. É fundamental que o processo de avaliação considere, de maneira integrada, os impactos regulatórios e de transição, bem como possíveis efeitos indiretos sobre

⁵⁹⁶ Entende-se que, em muitos casos, a migração para o modelo *Twin Peaks* trata-se de um processo potencialmente radical de mudança (p.ex.: regulação por objetivos x regulação tradicional; concentração de agências em um ambiente “pulverizado”; etc...). Consequentemente, possuiria uma tendência de gerar custos de transição significativos e sofrer maior oposição, em defesa da “trajetória” corrente. VER: HATHAWAY (2000).

⁵⁹⁷ Como exemplo, estimaram-se para o processo de transição ao modelo *Twin Peaks* no Reino Unido custos de transição entre £90 e £175 milhões, relacionados apenas com gastos de transferência de pessoal, migração e ajustes nos sistemas de TI e acomodações. Ver: HM TREASURY. A New Approach to Financial Regulation: Building a stronger system. February 2011, p.10. Na África do Sul, os custos estimados para implementação foram de aproximadamente 59 milhões de dólares (na moeda original, o montante é de R\$ 1,033 milhões). Sobre o tema, ver: Sobre o tema, ver: NATIONAL TREASURY. **Financial Sector Regulation Bill Impact Study of the Twin Peaks Reforms**. Republic of South Africa, abr, 2016. P. 11. NATIONAL TREASURY. **Supplement to the impact study of the twin peaks reforms**. Republic of South Africa, s/d.



o funcionamento do mercado⁵⁹⁸, e ainda os eventuais riscos e custos da inação (ou seja, àqueles associados com a opção de manter o modelo regulador corrente).

VII.1.9.1. Diagnóstico do cenário brasileiro

Naturalmente, não houve no cenário brasileiro, em períodos mais recentes, nenhuma grande reestruturação regulatória como a eventual adoção do *Twin Peaks*. Contudo, o sistema financeiro nacional já passou por episódios que denotaram grandes modificações, ensejando tanto custos regulatórios quanto de transição. Podem-se citar os casos do Programa de Estímulo a Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro (Proer)⁵⁹⁹ e do Pix.

No primeiro caso, o Proer, promulgado em novembro de 1995⁶⁰⁰, buscou resolver a questão das IFs com problemas de liquidez e solvência⁶⁰¹. Este Programa teve um custo aproximado de R\$ 20,4 bilhões (aproximadamente 2,7 % do PIB médio dos anos de 1995 a 1997) e demandou intervenções específicas, como a cisão entre “banco bom” e “banco ruim”⁶⁰², fusões e

⁵⁹⁸ Isso pode incluir, por exemplo, questões referentes à competitividade, entendida como a preservação de condições equilibradas de atuação para instituições de diferentes portes e perfis, evitando a criação de barreiras de entrada ou custos desproporcionais; e a inovação, que pode ser estimulada ou inibida conforme a clareza, proporcionalidade e previsibilidade das novas regras.

⁵⁹⁹ Logo após a edição do Plano Real, a repentina eliminação dos ganhos inflacionários (*float*) expôs fragilidades graves no sistema bancário brasileiro: vários bancos acumulavam ativos deteriorados e falta de capital. Com o advento da estabilização de preços, o sistema passou a apresentar problemas de liquidez e solvência, uma vez que muitos bancos dependiam da alta inflação para cobrir ineficiências operacionais.

⁶⁰⁰ O Proer foi implementado com a edição da Resolução nº 2.208/1995.

⁶⁰¹ “Com o advento da estabilização de preços em seguida à introdução do Plano Real, o sistema bancário brasileiro viria a apresentar sérios problemas de liquidez e solvência. Até então, a principal política de saída do mercado bancário no Brasil se limitara à intervenção e liquidação de instituições por parte do Banco Central. Todavia, a ameaça de falência de algumas instituições bancárias “*too big to fail*” exigiria do Banco Central a formulação de novo arcabouço de política, a fim de evitar a quebra de confiança no sistema bancário, ou seja, a corrida bancária.” Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Nota Técnica nº 38, de 2003: Reestruturação do Sistema Bancário Brasileiro. Brasília, 2003. P. 5.

⁶⁰² “O PROER comprehende dois modelos gerais. O primeiro aplica-se aos grandes bancos; o segundo, aos bancos pequenos e médios. No primeiro caso, a instituição problemática é dividida em duas: o banco bom e o banco ruim. Em linhas gerais, o banco bom é constituído pelos ativos bons e pelos depósitos do banco problemático. O banco adquirente tem liberdade para selecionar os ativos do banco problemático (ativos bons, por suposto), mas fica obrigado a assumir todos os seus depósitos. O banco ruim é composto pelos ativos remanescentes (ativos ruins) e pelas demais obrigações do banco problemático.”. Ver: idem, p. 9.



aquisições entre estes⁶⁰³, sua reorganização societária⁶⁰⁴ e o aporte direto de capital público em algum desses agentes privados⁶⁰⁵.

Já no segundo caso, o Pix, o Banco Central implementou esta ferramenta de pagamento instantâneo em 2020⁶⁰⁶⁻⁶⁰⁷. A criação desse novo produto ensejou a necessidade de se estabelecer uma nova infraestrutura regulatória e o desenvolvimento de dois sistemas tecnológicos próprios: o SPI (Sistema de Pagamentos Instantâneos)⁶⁰⁸; e o DICT (Diretório de Identificadores de Contas Transacionais)⁶⁰⁹.

Segundo o ex-presidente do BCB, Roberto Campos Neto, o desenvolvimento da plataforma Pix custou entre US\$ 3 milhões e US\$ 4 milhões⁶¹⁰, enquanto a manutenção de sua infraestrutura operacional demanda um custo anual de cerca de US\$ 10 milhões⁶¹¹. Adicionalmente, as instituições financeiras pagam ao

⁶⁰³ “Ao todo, oito fusões/aquisições foram realizadas no âmbito do PROER, sendo quatro sob o primeiro modelo e quatro sob o segundo. Ainda que pouco numerosas, essas aquisições, notadamente as realizadas no âmbito do primeiro modelo, alteraram radicalmente a estrutura do mercado bancário no Brasil.” Ver: idem, p. 8.

⁶⁰⁴ “O Programa foi implementado por meio de reorganização administrativa, operacional e societária da instituição problemática, que implicasse na transferência de seu controle acionário.” Ver: idem, p. 11/12.

⁶⁰⁵ “O PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional –, foi implantado durante o primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso, que se destinava a subsidiar as instituições financeiras que estivessem com problemas financeiros. Sublinhe-se que, no período de 1995 a 2000, foram destinados mais de R\$ 30 bilhões a bancos brasileiros, aproximadamente, 2,5% do Produto Interno Bruto brasileiro (PIB).” DE LIMA, A. B. Estado, educação e controle social: introduzindo o tema. *Revista Brasileira de Política e Administração da Educação*, v. 25, n. 3, 2011. P.476.

⁶⁰⁶ O Pix foi implementado com a edição da Resolução BCB nº 1, de 12 ago. 2020.

⁶⁰⁷ O Pix foi criado com os objetivos de diminuir o uso de dinheiro em espécie e promover maior digitalização dos meios de pagamento, fomentar a competição e promover a eficiência do mercado de pagamentos de varejo, incentivar a inovação e viabilizar novos modelos de negócio não apenas na indústria financeira e de pagamentos, mas também nas demais atividades da economia real, democratizar o acesso a meios eletrônicos de pagamento e contribuir para a inclusão financeira e digital, reduzir o custo das transações eletrônicas e oferecer uma experiência, no uso de meios eletrônicos, simples, segura e sem fricções. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de gestão Pix 2023*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2024. P. 6.

⁶⁰⁸ O Sistema de Pagamento Instantâneo (SPI) é a plataforma responsável por realizar a liquidação das transações em tempo real, funcionando de forma contínua. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI)*. Brasília, s.d.

⁶⁰⁹ Um banco de dados destinado a armazenar as chaves Pix dos usuários, garantindo a roteabilidade das transações. “Permitem também ao PSP do pagador criar a mensagem de instrução de pagamento a ser enviada para o sistema de liquidação com os detalhes de conta do recebedor.” BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Diretório de Identificadores de Contas Transacionais (DICT)*. Brasília, s.d.

⁶¹⁰ ESTADÃO CONTEÚDO. Custo para manter Pix em operação é de US\$ 10 milhões por ano, diz Campos Neto. *InfoMoney*, São Paulo, 3 out. 2024.

⁶¹¹ PRINCETON. Roberto Campos Neto BCB revision. *Princeton*, out. 2024. P. 2.



BCB, a título de manutenção do sistema, R\$ 0,01 a cada 10 transações realizadas⁶¹².

Apesar dos custos regulatórios suportados pelo BCB, o produto teve um efeito positivo para a economia nacional. O Pix “gerou, em 2021, uma economia de custos estimada em \$5,7 bilhões de dólares para empresas e consumidores, o que ajudou a gerar uma produção econômica adicional de \$5,5 bilhões de dólares, representando 0,34% do PIB brasileiro”⁶¹³.

Decerto, nenhum dos dois casos mencionados assemelha-se com a eventual transição para o modelo *Twin Peaks*. Apesar da ausência de um histórico recente de mudanças relevantes na estrutura regulatória financeira nacional e da dificuldade de se estabelecer previsões mais detalhadas dos potenciais montantes necessários para a transição e manutenção do modelo *Twin Peaks* no Brasil no presente momento⁶¹⁴, seria natural assumir que custos significativos venham a ocorrer em diversas rubricas na eventual migração para este modelo. Alguns desses custos são: (i) custos de sistemas de informação (tanto para o desenvolvimento quanto para adaptação e manutenção de sistemas de TI); (ii) custos de treinamento e capacitação de pessoal; (iii) custos de comunicação; (iv) custos de movimentação de pessoal; e (v) custos de contratação e retenção de pessoal⁶¹⁵.

A existência de custos significativos, seja para a migração ou para a posterior manutenção do novo modelo, deve tornar-se ainda mais desafiadora no caso brasileiro em decorrência das restrições e pressões orçamentárias que o Governo Federal tem sofrido nos últimos anos. Tal tópico, porém, será analisado de forma separada e mais detalhada como um item dos “elementos fáticos” da implementação, visto que o problema se relaciona mais com a realidade orçamentária da nação e não com as questões avaliativas dos custos e benefícios advindos com a adoção do novo modelo.

⁶¹² “O PIX não cobra diretamente das pessoas físicas, mas as instituições financeiras que se cadastrarem no programa pagarão ao Banco Central, R\$ 0,01 a cada 10 transações realizadas. Segundo o Banco Central, esse valor é para manutenção do serviço.”. AGÊNCIA BRASIL. Já é possível se cadastrar no Pix, novo meio de transferência bancária. **Agência Brasil**, Brasília, 5 out. 2020.

⁶¹³ Segundo o Prime Time for Real-Time Global Payments Report | ACI Worldwide, citado pelo BCB em BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de gestão Pix 2023**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2024. P. 18.

⁶¹⁴ Por sua relevância em termos de custos e ganhos potenciais, entende-se que, antes de sua eventual implementação, a adoção do *Twin Peaks* no Brasil deveria receber análises robustas de seus potenciais impactos. No Brasil, instrumentos como a Análise de Impacto Regulatório (AIR) possuem metodologias que poderiam ser aplicadas para tal.

⁶¹⁵ Em conjunto com sistemas de TI, esta rubrica pode vir a se tornar o elemento mais vultoso dentre os eventuais custos de migração para o *Twin Peaks* no Brasil. Tal fato se deve tanto pela necessidade de mão-de-obra extremamente qualificada, cara e de difícil obtenção em face da baixa qualificação profissional do mercado brasileiro, quanto pelo atual momento de carência em termos de pessoal que os reguladores enfrentam.



Quadro-resumo

- **Não existe paralelo** recente no cenário brasileiro para usar como comparativo dos custos de uma eventual migração para o *Twin Peaks*;
- Espera-se que os **principais custos** (de transição e migração) estejam associados com **TI e Pessoal**;
- **Restrições orçamentárias** podem ser um obstáculo significativo para a migração e manutenção do novo modelo;
- **Análise de “custos x benefícios”** deverá ser realizada.

Fonte: elaboração própria.

VII.1.9.2. Amplitude do desafio

Classificação: adicional (as chances de insucesso são significativas, mas a mudança ainda é percebida como factível, sobretudo se o esforço adicional for empreendido).

Reestruturar modelos regulatórios vigentes demanda altos custos, como evidenciam tanto as experiências internacionais utilizadas como *benchmark* (no capítulo V) quanto episódios de grandes mudanças estruturais no Brasil, como o Paeg⁶¹⁶ e o Pix⁶¹⁷.

Por esse motivo, um primeiro passo essencial antes de uma possível implementação do *Twin Peaks* no Brasil é a realização de uma Análise de Impacto Regulatório (AIR)⁶¹⁸, com o objetivo de estimar não apenas os custos, mas também os benefícios decorrentes de sua adoção. Não há dúvida de que o dispêndio inicial será de grande monta, mas os potenciais aspectos positivos, ainda que sejam de longo prazo, poderão compensar os custos iniciais.

Outro aspecto sobre custos é que, embora uma AIR indique benefícios superiores aos custos, há a (plausível) possibilidade de o Executivo não dispor dos recursos iniciais necessários para implementar o modelo. Apesar disso, um ponto positivo é que parte dos custos pode ser mitigada ao aproveitar estruturas institucionais já existentes, evitando a necessidade de reformas radicais.

⁶¹⁶ O Paeg teve um custo aproximado de R\$ 20,4 bilhões. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Nota Técnica nº 38, de 2003: Reestruturação do Sistema Bancário Brasileiro**. Brasília, 2003.

⁶¹⁷ O Pix custou entre US\$ 3 milhões e US\$ 4 milhões.

ESTADÃO CONTEÚDO. Custo para manter Pix em operação é de US\$ 10 milhões por ano, diz Campos Neto. **InfoMoney**, São Paulo, 3 out. 2024.

⁶¹⁸ O Decreto nº 10.411, de 30 de junho de 2020, estabelece a obrigatoriedade de todos os órgãos e entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional realizarem AIR quando propuserem atos normativos de interesse geral de agentes econômicos ou de usuários dos serviços prestados, no âmbito de suas competências (art. 1º, §1º).



Além disso, é possível também “diluir” a amplitude desse desafio ao se adotar, por exemplo, a introdução faseada do modelo, nos moldes do que foi feito pela África do Sul.

Frente ao atual cenário brasileiro, sobretudo o de escassez de recursos discricionários à nível do poder executivo federal⁶¹⁹, o desafio relativo aos custos de implementação do modelo *Twin Peaks* no país foi classificado como **adicional**.

VII.1.10. Comunicação

Trata-se da necessidade de comunicar claramente o novo modelo, tanto para atores de mercado quanto para o próprio pessoal das entidades reguladoras integradas. No caso do modelo *Twin Peaks*, existem certos desafios adicionais, visto que: (i) em muitos casos, tratar-se-á de uma migração para uma regulação baseada em objetivos, cujo formato é menos prescritivo e mais flexível, gerando riscos de compreensão (“ruído de comunicação”) entre todos os *stakeholders*; e (ii) altera, em muitos aspectos, o escopo de atuação das entidades reguladoras, impactando diretamente seu próprio corpo de funcionários.

VII.1.10.1. Diagnóstico do cenário brasileiro

A responsabilidade sobre alterações no modelo regulatório do SFN recai, sobretudo, no poder executivo federal. Desta forma, no contexto atual, entende-se que o Ministério da Fazenda, e não as entidades reguladoras, seria o principal ator deste desafio.

O atual processo de comunicação das decisões do Ministério da Fazenda ocorre de duas diferentes formas: (i) por consultas públicas; e (ii) por meio de seus canais públicos, principalmente aqueles que estão na internet. É o que se descreve a seguir, nesta ordem.

Em primeiro lugar, deve-se observar que não existe nenhuma lei que obrigue o Ministério da Fazenda a realizar consultas públicas. No contexto da atividade administrativa brasileira, estão obrigadas a fazer consultas públicas as agências reguladoras, por força do art. 9º, *caput*, da Lei nº 13.848/2019⁶²⁰⁻⁶²¹.

⁶¹⁹ Para maiores detalhes sobre as restrições orçamentárias, ver subseções VII.1.11.1.3 e VII.1.11.2.3.

⁶²⁰ Art. 9º, Lei nº 13.848/2019: “Serão objeto de consulta pública, previamente à tomada de decisão pelo conselho diretor ou pela diretoria colegiada, as minutas e as propostas de alteração de atos normativos de interesse geral dos agentes econômicos, consumidores ou usuários dos serviços prestados”.

⁶²¹ O Decreto nº 10.411/2021 apenas exige a realização de consulta pública de texto preliminar, da proposta de ato normativo que enfrenta um problema regulatório, após a realização de AIR.



Apesar disso, esta tem sido uma prática adotada pelo Ministério, principalmente em temas que demandam participação técnica e social. A título de exemplo, entre 2024 e 2025, o órgão publicou 13 consultas públicas⁶²² envolvendo diferentes secretarias para o aprimoramento de políticas públicas, regulação econômica, sustentabilidade fiscal e governança ambiental.

A Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA), por exemplo, publicou a Consulta Pública SPA/MF nº 02/2025, atualmente ativa, que trata das destinações da arrecadação de apostas e sua operacionalização. Ainda na SPA, a Consulta Pública SPA 01/2025 contribuiu para definir a Agenda Regulamentar Bienal 2025-2026, planejando prioridades normativas futuras.

Em segundo lugar, tem-se a publicação de informações em veículos oficiais do Ministério. Além do Diário Oficial da União, o Portal Gov.br possui em sua página inicial uma seção integralmente dedicada a divulgação das últimas notícias⁶²³ do governo para o público em geral, assim como para a agenda do Ministro⁶²⁴. No mesmo sentido, o portal ainda conta com as seguintes seções: Publicações; Imprensa; Acesso à Informação; Regularize; Canais de Atendimento; Órgãos; Conselho Monetário Nacional; Relatório Mensal de Arrecadação Tesouro Transparente; e Prêmios e Apostas. Iniciativas do Poder Executivo, incluindo aquelas diretamente relacionadas com o Ministério da Fazenda⁶²⁵, costumam ser divulgadas ao público geral nestes canais, tornando-se um meio efetivo de propaganda e comunicação do Governo Federal.

Além dos canais oficiais de comunicação do Ministério da Fazenda (mencionados anteriormente), percebe-se, no caso específico do debate acerca do *Twin Peaks* no Brasil, uma significativa participação e interesse da imprensa, com um total de 33 artigos publicados em veículos relevantes e de grande circulação que mencionam algo a respeito do tema, de janeiro de 2024 até a metade do mês de setembro de 2025⁶²⁶. De forma geral, uma análise mais

Como o art.9º do referido decreto fala em entidade ou órgão, é possível a interpretação de que o Ministério teria de ser obrigado a realizar a AIR no cenário normativo descrito. Contudo, deve-se destacar que essa interpretação não é pacífica e que suscita debates.

⁶²² Ver: <https://www.gov.br/participamaisbrasil/consultas-publicas?o=Minist%C3%A9rio%20da%20Fazenda>.

⁶²³ Ver: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias>. Acesso em 09 out. 2025.

⁶²⁴ Ver: https://eagendas.cgu.gov.br/?_token=P42m0pQj8VccY081SXQTn2EKyBwkJSzxjvQHGqkg&filtro_organograma=1384&filtro_cargo=MINISTRO%28A%29+DA+FAZENDA&filtro_servidor=14641#divcalendario. Acesso em 09 out. 2025.

⁶²⁵ Como exemplo, observa-se, a divulgação e promoção do “Desenrola Brasil”, um programa do Governo Federal / Ministério da Fazenda, que entre 2023 e 2024 objetivou permitir que pessoas e empresas renegociassem suas dívidas para diminuir o nível de endividamento de parte relevante da população brasileira. No caso do Portal Gov.br, essa iniciativa foi comunicada tanto na seção de Serviços e Informações do Brasil, quanto na página do Ministério da Fazenda neste portal. Ver: BRASIL. Desenrola Brasil: renegociações com bancos atingem R\$ 2,5 bilhões em duas semanas. Brasil, 31 jul. 2023.

⁶²⁶ Para tanto, foi realizado um levantamento bibliográfico no site de dez veículos de comunicação: (1) Valor Econômico; (2) Folha de São Paulo; (3) Estadão; (4) G1/Globo; (5)



criteriosa do conteúdo veiculado até o momento sugere que a discussão sobre o *Twin Peaks* costuma estar associada com outros temas, particularmente com os debates referentes à autonomia e escopo de atuação do BCB.

O gráfico 1 demonstra, por exemplo, que ocorreu um forte interesse sobre esta temática nos meses de julho e agosto de 2024. Neste mesmo período, mais da metade dos artigos associava, de alguma forma, o modelo de *Twin Peaks* como uma alternativa ou mesmo como um tema paralelo ao debate sobre a maior autonomia do BCB, promovido pela PEC nº 65/2023. Não coincidentemente, foi também nesse contexto que ocorreu o momento crítico de retomada da discussão sobre esta PEC no Congresso Nacional⁶²⁷.

Pelo gráfico 1, percebe-se também que, em razão de tal associação com o debate da PEC nº 65/2023, o *Twin Peaks* no Brasil ganhou relevância neste período, não somente em volume, mas também em protagonismo⁶²⁸.

Porém, com o arrefecimento do debate sobre a PEC nº 65/2023 no mês de agosto de 2024⁶²⁹, parte da mídia aberta também pareceu perder interesse pelo tema *Twin Peaks*. Desde então, o assunto tem voltado à tona de forma mais esporádica e, quase sempre, apenas de maneira secundária nas reportagens que o citam⁶³⁰ (gráfico 1).

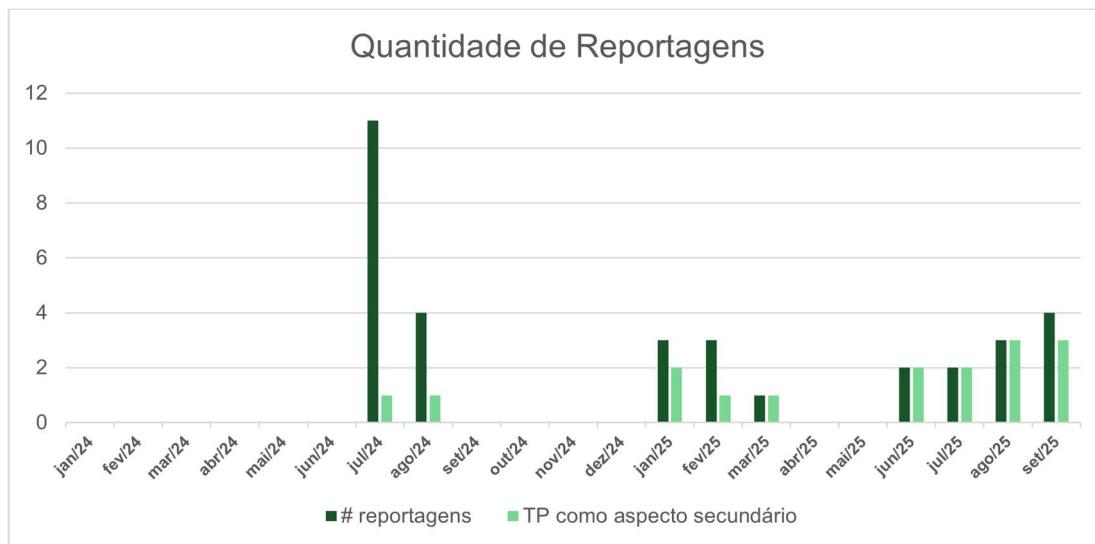
⁶²⁷ Exame; (6) Forbes Brasil; (7) Infomoney; (8) CNN Brasil; (9) Metrópoles; (10) Jota. As palavras-chave utilizadas para a busca foram duas: (1) *Twin Peaks*; e (2) PEC 65/2023. O recorte temporal foi de 2024 (todo) a 15 de setembro de 2025.

⁶²⁸ Apesar de ter iniciado seus trâmites em novembro de 2023, a PEC nº 65/2023 somente foi levada à pauta de discussão da Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania (CCJ) em junho de 2024. Para maiores detalhes ver: PEC 65/2023 - Senado Federal Acesso em 11 agosto 2025.

⁶²⁹ Dentre as quinze reportagens selecionadas no período julho-agosto de 2024, treze colocavam o *Twin Peaks* como tema focal de sua cobertura, seja de forma isolada ou compartilhada como outro(s) tema(s) relevante(s). Maiores detalhes no apêndice B.

⁶³⁰ “Sem um acordo em torno do texto, a Comissão de Constituição e Justiça (CCJ) adiou a votação da proposta de emenda à Constituição (PEC) que confere autonomia financeira ao Banco Central (BC).” Ver: TONET, Caetano; LINDNER, Julia. Sem acordo, PEC do BC fica para depois do recesso. **Valor Econômico**, 17 jul. 2024.

⁶³⁰ Em 2025, quase 80% das reportagens que fizeram alguma menção ao *Twin Peaks* o colocaram apenas como um tema secundário, sem grandes destaque. O debate sobre a autonomia do BCB / PEC nº 65/2023 continuou sendo um dos temas que atraíram menções ao *Twin Peaks*, porém diversos outros, como a saída inesperada do presidente da CVM em julho e os desafios e problemas da CVM, passaram a trazer em seu conteúdo, de forma secundária, a discussão sobre a implementação do *Twin Peaks* no Brasil. Para detalhes, ver o apêndice B com a descrição das reportagens selecionadas.

**Gráfico 1 – Quantidade de reportagens**

Fonte: elaboração própria.

Outro ponto de destaque tem sido a prevalência de posicionamentos neutros e positivos no debate. Conforme descrito na tabela 3, apesar da neutralidade estar presente em cerca de 36% das reportagens localizadas, ela está, em sua grande maioria, associada à participação apenas secundária do *Twin Peaks* em diversas reportagens⁶³¹; ou seja, ela é potencialmente afetada pela falta de maior relevância dada ao tema na reportagem como um todo.

Tabela 3 – Posicionamento das reportagens quanto ao Twin Peaks

Posicionamento vs Relevância	Protagonista	Secundário	Total	%
Positivo e Neutro com viés positivo	12	5	17	52%
Neutro	3	9	12	36%
Negativo e Neutro com viés negativo	2	2	4	12%
Total	17	16	33	100%

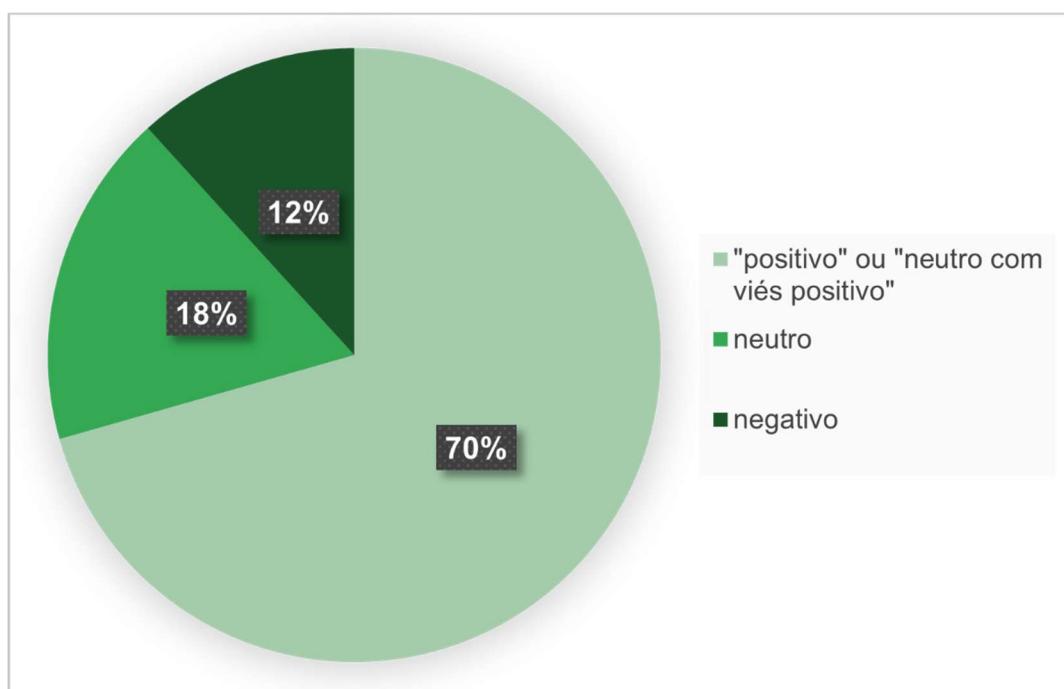
Fonte: elaboração própria

⁶³¹ Nove (75%) dos 12 artigos considerados “neutros” pela pesquisa encontram-se nesta categoria. Os outros três artigos classificados como “neutros” foram localizados em jornais de caráter mais informativo, que colocam o tema *Twin Peaks* como protagonista e tratam o modelo como uma alternativa em debate para eventuais mudanças no sistema regulatório nacional. Nestes casos, são apontados, por exemplo, de maneira neutra, tanto certas vantagens quanto eventuais desvantagens da adoção do modelo, como, por exemplo na reportagem de Victoria Netto para o jornal Valor Econômico em 17/07/2024. Ver: NETTO, Victoria. Modelo que cria super-reguladores entre BC e CVM divide opiniões de especialistas. **Valor Econômico**, 17 jul. 2024.



No entanto, quando a reportagem o inclui expressamente como um dos temas relevantes⁶³², percebe-se uma tendência a favor do modelo (ver Gráfico 2)

Gráfico 2 – Posicionamento quanto ao Twin Peaks (em % das reportagens com protagonismo do Twin Peaks no conteúdo coberto pela reportagem)



Fonte: elaboração própria.

A defesa da implementação do *Twin Peaks* no Brasil, apresentada nas reportagens, traz, no geral, alguns **atributos positivos** já conhecidos sobre o modelo, como sua capacidade de lidar com a maior complexidade do mercado financeiro nacional. Há, ainda, em algumas delas, a presença de importantes representantes da cena política e financeira nacional⁶³³, atuando como

⁶³² Foram localizadas 17 reportagens com tais características. Ver: apêndice B.

⁶³³ Dentre os exemplos selecionados, podem ser mencionados, por exemplo: Marcos Pinto, secretário de Reformas Econômicas do Ministério da Fazenda, em: OTTA, Lu Aiko; PIMENTA, Guilherme. É importante discutir que modelo de regulação queremos para o país, diz Marcos Pinto. **Valor Econômico**, 05 ago. 2024.

Além disso, o ex-presidente e o ex-diretor da CVM, Marcelo Trindade e Otávio Yazbek, respectivamente, em: OTTA, Lu Aiko; PIMENTA, Guilherme. É importante discutir que modelo de regulação queremos para o país, diz Marcos Pinto. **Valor Econômico**, 05 ago. 2024; e PIMENTA, Guilherme, OTTA, Lu Aiko; EXMAN, Fernando; JUBÉ, Andrea; TONET, Caetano. Fazenda planeja transformar BC e CVM em super-reguladores do mercado. **Valor Econômico**, 17 jul. 2024; THEDIN, Liane. Projeto de super-reguladores permitirá melhor fiscalização do crédito privado, diz Loyola. **Valor Econômico**, 18 jul 2024.



promotores do debate e da eventual migração para o modelo *Twin Peaks* no Brasil.

Apesar da prevalência de apoio à migração, também é possível localizar menções a desafios e críticas à adoção do modelo no Brasil⁶³⁴. Porém, percebe-se que, de forma geral, estas estariam associadas ao processo de implementação da mudança, e não ao modelo em si.

Considerando as principais **críticas ou dificuldades** associados ao processo de implementar uma mudança deste vulto no cenário brasileiro, notou-se um amplo destaque dado ao desafio de lidar com sua alta complexidade⁶³⁵. Adicionalmente, também foram encontradas menções pontuais sobre outros potenciais obstáculos associados com o processo de migração para o *Twin Peaks*, como a necessidade de recursos apropriados, a eventual oposição advinda dos choques culturais durante a junção de reguladores de natureza bastante distintas e a necessidade de elevada vontade e apoio político para promover tal mudança.

Críticas específicas a eventuais pontos falhos do modelo em si, como o risco de não priorização de determinados setores financeiros (em detrimento de outros), também foram encontrados, apesar de não apresentarem ser um volume significativo na pesquisa realizada⁶³⁶.

Ainda com relação à análise das reportagens, observa-se a existência de algumas **sugestões** a serem incorporadas no eventual processo migratório para implementar o modelo, com destaque para:

- Implementar um processo gradual de mudança como resposta à complexidade inerente à tal mudança; e
- Aumentar a participação de outros atores relevantes, ampliando o debate, sobretudo para diminuir as resistências e possibilitar melhores soluções na adaptação do *Twin Peaks* à realidade brasileira.

Além dos canais oficiais do Poder Executivo Federal e da imprensa aberta, a comunicação de mudanças em estruturas regulatórias no Brasil também pode ser diretamente promovida por outros atores. No caso brasileiro, por exemplo, os sindicatos e associações de classe costumam externar suas opiniões por

Por fim, é possível também mencionar Armínio Fraga, em: THEDIN, Liane; PIMENTA, Guilherme. Proposta de super-regulador no mercado de capitais é 'padrão ouro', diz Fraga. **Valor Econômico**, 18 jul 2024.

⁶³⁴ Dentre as 33 reportagens, 13 trouxeram menções a um ou mais desafio e/ou crítica em seus conteúdos. Para maiores detalhes, ver o apêndice B.

⁶³⁵ Como, por exemplo, mencionado na reportagem de Guilherme Pimenta, Lu Aiko Otta, Fernando Exman, Andrea Jubé e Caetano Tonet, para o **Valor Econômico** em 17/07/2024. Ver: PIMENTA, Guilherme, OTTA, Lu Aiko; EXMAN, Fernando; JUBÉ, Andrea; TONET, Caetano. Fazenda planeja transformar BC e CVM em super-reguladores do mercado. **Valor Econômico**, 17 jul. 2024.

⁶³⁶ Dados detalhados podem ser encontrados no apêndice B.



meio próprios, como *sites* e mídias sociais, comunicações externas para a sociedade em geral e comunicações internas para seus grupos de interesse.

Quanto ao *Twin Peaks*, já se observa a ocorrência de manifestações por parte de algumas entidades de classe. Em geral, essa ação têm sido parte do posicionamento dessas entidades sobre a PEC 65/2023, que traz temas de abrangência mais ampla sobre os funcionários do BCB⁶³⁷.

É também possível perceber a vinculação de comunicações que externam a preocupação e eventual oposição destas associações de classe quanto a eventual migração do modelo. Apesar do foco não ser nas características do modelo em si, existem críticas relacionadas a pontos que podem influenciar as percepções do corpo funcional das entidades reguladoras do SFN (que seriam diretamente impactados pela migração), como: a ausência de maior tempo e profundidade no debate público sobre o tema⁶³⁸; e a possibilidade de alteração do regime jurídico dos reguladores nacionais⁶³⁹.

De forma similar, algumas entidades de classe também começam a se posicionar e a comunicar suas opiniões sobre uma eventual migração ao *Twin Peaks* para o Brasil. Tais comunicações trazem críticas ao tema, com preocupações que passam pela eventual perda de relevância de determinados setores financeiros em um modelo não setorial como o *Twin Peaks*⁶⁴⁰ ou pela necessidade de maior envolvimento das partes interessadas no debate⁶⁴¹.

⁶³⁷ Como, por exemplo, o debate sobre uma eventual mudança da natureza jurídica do BCB.

⁶³⁸ Como, por exemplo, externada pelo secretário de reformas econômicas do Ministério da Fazenda, Marcos Pinto, ao jornal *Valor Econômico* e reproduzida no site oficial do Sindicato Nacional dos Funcionários do Banco Central (SINAL) e do Sindicato dos Servidores Públicos Federais do DF (SINDSEP-DF). Ver: SINDICATO NACIONAL DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO CENTRAL (SINAL). A abordagem açodada da PEC 65. **Sinal**, 13 ago. 2024; OTTA, Lu Aiko; PIMENTA, Guilherme. É importante discutir que modelo de regulação queremos para o país, diz Marcos Pinto. **SINDSEP-DF**, 05 ago. 2024.

⁶³⁹ Que poderia impactar no Regime Jurídico Único, que rege as relações e direitos do funcionalismo público no Brasil. Para maiores detalhes, ver, por exemplo, o posicionamento defendido pelo Sindicato Nacional dos Trabalhadores da CVM, contrário à proposta de alteração do regimento do BCB da PEC 65/2023.

⁶⁴⁰ Como, por exemplo, no caso da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp) e da Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão e dos Beneficiários de Saúde Suplementar de Autogestão (Anapar), que temem a despriorização do setor de previdência complementar no caso de uma migração ao modelo *Twin Peaks*. Ver: NETTO, Victoria. Diretores de Previc, Abrapp e Anapar questionam falta de debate sobre plano de ‘super-regulador’. **Valor Econômico**, 25 jul. 2024.

⁶⁴¹ Como no caso da “Carta Aberta em Apoio à Valorização Institucional da Comissão de Valores Mobiliários - CVM”, promovida por nove entidades de classe do setor financeiro, que defendem a participação ativa da CVM nos debates sobre as propostas de alterações da estrutura regulatória do SFN. Ver; ABCRIPTO et al. **Carta aberta em apoio à valorização institucional da Comissão de Valores Mobiliários - CVM**. Julho de 2025.

A defesa pela participação mais efetiva da CVM nos debates da PEC nº 65/2023 foi igualmente defendida e abertamente comunicada pelos superintendentes da CVM em sua “Carta Aberta dos Superintendentes da Comissão de Valores Mobiliários aos Investidores, à Sociedade, ao



Quadro-resumo

- A **comunicação** das mudanças de estrutura regulatória no Brasil ocorre de maneira **diversificada**, incluindo canais do Governo Federal, imprensa aberta e canais próprios de atores envolvidos com o tema, com destaque para sindicatos e associações setoriais e profissionais.
- O **Governo Federal** (Poder Executivo) dispõe de **meios próprios** e tem o hábito de informar a sociedade sobre mudanças relevantes. Porém, até o presente momento, não foram localizadas informações sobre o tema *Twin Peaks* nestes canais;
- No caso do debate na **imprensa aberta** sobre uma eventual adoção do *Twin Peaks* no Brasil, existe um **significativo volume de informação** acessível e abertamente comunicada à sociedade, com a preponderância de um **certo viés positivo** à migração para este modelo regulatório na mídia aberta;
- Existem **críticas** a esta mudança em algumas matérias veiculadas em jornais e revistas especializadas e relevantes da imprensa nacional, particularmente em canais de comunicação mais específicos, que promovem o **posicionamento de grupos** que seriam **potencialmente impactados** por esta mudança;
- O debate sobre o *Twin Peaks* está, em muitos casos, **associado e sujeito ao debate de outros temas correlatos**, como o da autonomia do BCB, por exemplo.
- Em geral, as **críticas** estão mais relacionadas aos desafios deste **processo** de mudança (e não ao modelo em si) **e a forma** como este processo tem sido conduzido até o momento;

Fonte: elaboração própria.

VII.1.10.2. Amplitude do desafio

Classificação: normal (nível de esforço significativo, mas com grandes possibilidades de êxito).

De forma geral, existe no Brasil uma diversidade de canais de comunicação para a divulgação e debate de eventuais propostas de mudança estruturais à nível federal, como seria o caso da possível migração para o *Twin Peaks* no Brasil. Não se antevê, pelos menos de acordo com a situação atual, qualquer

Governo e ao Congresso Nacional.” de 07 de julho de 2025. Ver: SINDCVM. Carta Aberta dos Superintendentes da Comissão de Valores Mobiliários aos Investidores, à Sociedade, ao Governo e ao Congresso Nacional. **SindCVM**, 07 jul. 2025.



necessidade de geração ou melhoria nos canais já existentes associado ao tema da eventual migração da estrutura reguladora financeira nacional.

Adicionalmente, tem-se percebido que: (i) com a exceção dos canais oficiais do Poder Executivo, a mídia tem gerado conteúdo sobre o tema; e (ii) até o presente momento há certa prevalência favorável ou neutra sobre o tema.

Sendo assim, assume-se que o esforço em comunicação para a migração rumo ao *Twin Peaks* vai demandar um nível de esforço “normal”, ou seja, demandará os cuidados e atenção semelhante a qualquer iniciativa de tamanho e impacto semelhante.

Não obstante, alguns sinais já apontam para certos desafios adicionais que devem ser considerados pelos promotores deste processo, como:

- o risco de contágio negativo de importantes *stakeholders* do processo: observa-se certa dominância do discurso negativo por parte dos sindicatos e associações classistas, que podem influenciar diretamente a percepção de certos componentes que serão diretamente impactados pelo processo de mudança, como os colaboradores dos entes reguladores envolvidos;
- a sinalização de eventuais debilidades do processo em curso: as percepções de falta de maior diálogo e participação nas decisões⁶⁴² e de excessiva pressa na implementação de uma mudança complexa e relevante podem diminuir o nível de aceitação e comprometimento de importantes atores da migração e da nova estrutura;
- o “sequestro” do tema: observa-se, com frequência, o aparecimento do debate do *Twin Peaks* como um assunto secundário ou complementar a outros temas relevantes, como a discussão sobre a PEC nº 65/2023. Isso pode gerar ruídos e falhas na comunicação, dificultando um debate mais apropriado e melhor compreensão sobre o tema.

Apesar do nível de esforço para esse desafio ainda ser considerado normal, em face dos sinais de atenção mencionados, percebe-se que este tema possa mudar seu nível de esforço requerido em caso de inatividade e passividade contínua dos órgãos interessados na eventual implementação do *Twin Peaks* no Brasil.

VII.1.11. Elementos fáticos

A situação contextual (fatos) impacta diretamente no nível de esforço necessário para qualquer alteração de estrutura regulatória. Quanto maior o custo e a

⁶⁴² Como pôde ser visto pelo pedido feito, por diversas associações de classe e pessoas relevantes do SFN, em favor da maior participação da CVM nos debates sobre o *Twin Peaks*. Ver N.R. 641.



amplitude da mudança requerida, maior será o esforço necessário para que ela ocorra.

Entende-se que uma alteração rumo ao *Twin Peaks* represente uma mudança considerável na estrutura regulatória da maioria das jurisdições existentes.

Por conseguinte, torna-se fundamental uma análise minuciosa dos “fatos” presentes e de seus potenciais impactos no processo decisório sobre realizar ou não eventual reestruturação regulatória. Cada fato deve ser examinado de acordo com o contexto local e pode incluir, por exemplo, o nível de vontade política para enfrentar e apoiar o processo de alteração da estrutura vigente; a existência ou não de fatores externos relevantes que motivem a necessidade de mudança⁶⁴³; a complexidade do arcabouço legal existente, bem como os mecanismos legais para sua eventual alteração; e a disponibilidade ou não de recursos (p.ex.: humanos e orçamentários) necessários e suficientes para promover a reestruturação.

De forma geral, um fato deve ter em sua essência características de “particularidade” (i.e.: significativamente associados com as idiossincrasias do local analisado) e “temporalidade” (i.e.: sua análise deve estar associada diretamente com o momento no qual é realizada).

Além da análise individual de cada fato relevante, o contexto geral (com a visão do impacto consolidado de todos os fatos) deverá ser devidamente avaliado, visto que a interação entre eles também acaba por determinar o resultado final de maior ou menor apoio ao processo de reestruturação pretendido.

No caso do *Twin Peaks*, por exemplo, a crise financeira global de 2008 acabou por criar pressões em prol de sua implementação em diversas jurisdições, incluindo os Estados Unidos e o Reino Unido. Não obstante, devido a outros fatos relevantes locais, os resultados foram diversos, ocorrendo a aceitação de sua implementação no Reino Unido e a negação no caso americano⁶⁴⁴. Percebe-

⁶⁴³ Em amostra contendo 105 países durante o período 1996-2013, Masciandaro e Romelli encontram dois motivadores principais para as intenções de reformas regulatórias financeiras: (i) episódios de crises financeiras; e (ii) existência de reformas em curso ou recentes em outros países, sobretudo “próximos” e comparáveis à jurisdição local. Ver: MASIANDARO, D.; ROMELLI, D. *Twin Peaks and Central Banks: economics, political economy and comparative analysis*. In: GODWIN, A.; SCHMULOW, A. (org.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

⁶⁴⁴ O modelo regulatório financeiro vigente no Reino Unido no início do século XXI (modelo integrado, ao redor da FSA – *Financial Services Authority*), havia sido elaborado e implementado pelo Partido Trabalhista. Porém, em 2010, o Partido Conservador britânico, em conjunto com o Partido Liberal, retomou o poder, facilitando o caminho rumo ao processo de reestruturação que gerou a implementação do *Twin Peaks* nos anos seguintes. Por outro lado, nos Estados Unidos apesar das pressões por mudanças estruturais mais radicais (incluindo a adoção de características-chave do TP), o governo do presidente Barack Obama optou por um caminho mais pragmático, com menor nível de reestruturação das estruturas regulatórias locais. Tal decisão foi tomada em vista da forte oposição que o governo sofria no Congresso nacional bem como da necessidade de colocar seus esforços na aprovação de outras prioridades legislativas, como a reforma no sistema de saúde e assistência social nacional. Ver: PAN, Eric J. Four challenges to financial regulatory reform. *Vill. L. Rev.*, v. 55, p. 743-772, 2010.



se, portanto, a relevância fática como um desafio crítico a ser considerado em uma eventual proposta de adoção do modelo *Twin Peaks* no Brasil. A próxima seção busca analisar o atual contexto brasileiro, tendo como referência a conjuntura existente no momento de elaboração do presente relatório - o ano de 2025 e, mais especificamente, a situação percebida deste cenário em setembro de 2025.

VII.1.11.1. Diagnóstico do cenário brasileiro

Diversos elementos fáticos particulares ao contexto brasileiro precisam ser levados em consideração quando se pretende implementar uma ampla proposta de reforma como a do *Twin Peaks*. Com base na doutrina e em análises de fontes públicas externas (como imprensa e sites de organizações públicas) foram selecionados os itens que, potencialmente, possuem relação e podem impactar o eventual processo de mudança do modelo regulatório do SFN. Essa seção tem por objetivo apresentar e avaliar seis deles: (1) processo legislativo brasileiro; (2) trâmite legislativo no Parlamento (atual); (3) questões orçamentárias e impacto na capacidade de investimento em reformas; (4) identificação de propostas abandonadas e fatores determinantes; (5) suporte e vontade política; e (6) crises financeiras (externas e internas).

VII.1.11.1.1 Processo legislativo brasileiro

O arcabouço que regula o Sistema Financeiro Nacional é formado pelo texto constitucional⁶⁴⁵, leis ordinárias e leis complementares. É, portanto, um arcabouço pulverizado, com diversos instrumentos legais para regular os diferentes setores.

Apenas a título de ilustração, enquanto a Constituição estabelece que o SFN deve ser estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do

⁶⁴⁵ Sobre o texto constitucional: O BCB possui oito menções no texto constitucional abrangidas nos arts. 52, III, 'd', art. 84, XIV, art. 164; art. 47, §6º e art. 97, §9º, I do ADCT. Já a CVM possui apenas uma menção no texto constitucional, presente no art. 97, §9º, I do ADCT. Deve-se destacar, contudo, que, apesar das menções, o texto constitucional não endereça competências diretas ao BCB, vendo-o como um instrumento da União para o exercício de determinadas atribuições, tal qual ocorre com a emissão de moeda. Da mesma forma, as competências da CVM não são mencionadas.

A esfera legal tratou de detalhar essas competências, delegando-as de forma clara a ambas as autarquias nas Leis Ordinárias nº 4.595/1964; nº 4.728/1965; nº 6.385/1976; nº 9.447/1997; nº 9.613/1998; nº 13.506/2017, nas Leis Complementares nº 108/2001, nº 109/2001 e nº 179/2021; e no Decreto-Lei nº 73/1966.



Brasil e a servir os interesses da coletividade (art. 192⁶⁴⁶); a lei ordinária nº 4.594/1964 é responsável por reger o SFN (essa lei criou, por exemplo, o CMN e o BCB); a lei complementar nº 179/2021 estabelece a autonomia do BCB; e a Lei nº 6.385/1976 cria a CVM e disciplina o mercado de capitais.

Em uma eventual adoção do modelo *Twin Peaks* no Brasil, a reforma legislativa passaria, em síntese, por dois caminhos alternativos. O primeiro deles seria a **reforma** das atuais leis que tratam dos reguladores setoriais. Isso significa que as atuais normas continuariam existindo, mas seriam adaptadas para a adoção do *Twin Peaks*. O segundo caminho seria a **revogação** das normas existentes por uma ou algumas leis novas que disciplinem todo o novo modelo regulatório.

Em ambos os casos, o custo legislativo das mudanças seria semelhante, pois demandaria a edição de uma nova lei, fosse para modificar as normas que já existem no atual arcabouço⁶⁴⁷, fosse para revogar por completo o atual arcabouço⁶⁴⁸.

A lei ordinária e a lei complementar possuem exigências distintas para sua aprovação:

- Lei complementar: precisa ser aprovada por maioria absoluta, ou seja, pelo voto favorável da maioria dos membros de cada Casa do Congresso Nacional, independentemente do número de presentes⁶⁴⁹;
- Lei ordinária: obedecem ao quórum de maioria simples, bastando a aprovação pela maioria dos votos dos parlamentares presentes à sessão, desde que haja quórum mínimo para deliberação⁶⁵⁰.

Por fim, em qualquer uma das hipóteses (reforma ou revogação), elas passariam pelo mesmo processo legislativo descrito na Constituição Federal para as leis ordinárias e complementares, respectivamente⁶⁵¹.

⁶⁴⁶ Art. 192 da Constituição Federal: “Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.”

⁶⁴⁷ Art. 1º, §4º do Decreto-Lei nº 4.657/42. “Art. 1º. Salvo disposição contrária, a lei começa a vigorar em todo o país quarenta e cinco dias depois de oficialmente publicada: (...) § 4º. As correções a texto de lei já em vigor consideram-se lei nova.”

⁶⁴⁸ Art. 2º. Não se destinando à vigência temporária, a lei terá vigor até que outra a modifique ou revogue.

⁶⁴⁹ Art. 69 da CRFB/88.

⁶⁵⁰ Art. 47. Salvo disposição constitucional em contrário, as deliberações de cada Casa e de suas Comissões serão tomadas por maioria dos votos, presente a maioria absoluta de seus membros.

⁶⁵¹ Visto que, teoricamente, não haveria necessidade de emenda constitucional para eventual adoção do *Twin Peaks* no Brasil.



VII.1.11.1.2 Trâmite legislativo no Parlamento (atual)

No Brasil, propostas de lei endereçadas pelo Ministério da Fazenda em nome do presidente da República devem seguir o processo legislativo ordinário e são diretamente impactadas e dependentes dos trâmites existentes no Congresso Nacional.

Sendo assim, eventuais alterações de lei (projetos de leis ordinárias – PLOs; ou complementares - PLCs) necessárias para a implementação do *Twin Peaks* deveriam, consequentemente, passar pelo trâmite regular de aprovação parlamentar, incluindo, eventualmente: as análises de comissões temáticas pertinentes ao assunto; a votação em uma das casas plenárias; e a revisão posterior da outra casa, com riscos de retorno à casa inicial na hipótese de emendas realizadas pela casa revisora. Percebe-se, por conseguinte, a relevância parlamentar no processo de avaliação e aprovação de projetos de lei enviados pelo Poder Executivo nacional⁶⁵².

O início do ano legislativo de 2025 foi marcado por uma agenda de reformas econômicas apresentada pelo Poder Executivo ao novo comando do Congresso Nacional⁶⁵³. No total, foram 27 proposições: 1 Proposta de Emenda Constitucional (PEC); 8 Projetos de Lei (PL); e 17 Medidas Provisórias (MPV). A tabela 1 sumariza as propostas apresentadas e a situação no momento de elaboração do presente estudo⁶⁵⁴.

Quadro 12 – Status de Propostas Legislativas Chave do Executivo

Número	Data da apresentação	Situação
(1) PEC 18/2025	24/04/2025	Em tramitação.
(2) PL 1312/2025	28/03/2025	Em tramitação - Aguardando Parecer do(a) Relator(a) na Comissão de Administração e Serviço Público (CASP).
(3) PL 1087/2025	18/03/2025	Em tramitação - Aguardando Parecer do(a) Relator(a) na Comissão Especial destinada a proferir parecer ao Projeto de Lei nº 1087, de 2025, do Poder Executivo, que "altera a legislação do imposto sobre a renda para instituir a redução do

⁶⁵² Mesmo o uso do regime de urgência, que poderia acelerar o processo de tramitação parlamentar, é dependente da aprovação parlamentar prévia para que seja instaurado.

⁶⁵³ CARBONAR, Alberto. Como o Congresso navegará as pautas prioritárias em 2025?. **Jota**, 11 mar. 2025.

⁶⁵⁴ A situação das leis apresentadas no quadro foi verificada na data de 1º de julho de 2025. Após esse período, pode ter havido alteração.



Número	Data da apresentação	Situação
		imposto devido nas bases de cálculo mensal e anual e a tributação mínima para as pessoas físicas que auferem altas rendas, e dá outras providências" (PL108725)
(4) PL 1707/2025	14/04/2025	Aprovado na Câmara e Aguardando Apreciação pelo Senado Federal
(5) PL 2216/2025	08/05/2025	Aguardando Despacho do Presidente da Câmara dos Deputados.
(6) PL 2632/2025	28/05/2025	Aguardando Despacho do Presidente da Câmara dos Deputados
(7) PL 1708/2025	14/04/2025	Aprovado na Câmara e Aguardando Apreciação pelo Senado Federal
(8) PL 3073/2025	25/06/2025	Aguardando Despacho do Presidente da Câmara dos Deputados
(9) PL 1466/2025	02/04/2025	Transformada na Lei Ordinária 15141/2025
(10) PL 1087/2025	18/03/2025	Aguardando Parecer do(a) Relator(a) na Comissão Especial destinada a proferir parecer ao Projeto de Lei nº 1087, de 2025, do Poder Executivo, que "altera a legislação do imposto sobre a renda para instituir a redução do imposto devido nas bases de cálculo mensal e anual e a tributação mínima para as pessoas físicas que auferem altas rendas, e dá outras providências" (PL108725)
(11) MPV 1303/2025	11/06/2025	Proposição Sujeita à Apreciação do Plenário
(12) MPV 1296/2025	15/04/2025	Proposição Sujeita à Apreciação do Plenário
(13) MPV 1294/2025	14/04/2025	Proposição Sujeita à Apreciação do Plenário
(14) MPV 1295/2025	15/04/2025	Proposição Sujeita à Apreciação do Plenário
(15) MPV 1297/2025	17/04/2025	Proposição Sujeita à Apreciação do Plenário
(16) MPV 1299/2025	09/05/2025	Proposição Sujeita à Apreciação do Plenário
(17) MPV 1298/2025	30/04/2024	Proposição Sujeita à Apreciação do Plenário
(18) MPV 1302/2025	10/06/2025	Proposição Sujeita à Apreciação do Plenário



Número	Data da apresentação	Situação
(19) MPV 1301/2025	30/05/2025	Proposição Sujeita à Apreciação do Plenário
(20) MPV 1300/2025	21/05/2025	Proposição Sujeita à Apreciação do Plenário
(21) MPV 1288/2025	16/01/2025	Perda de eficácia da MP
(22) MPV 1287/2025	09/01/2025	Perda de eficácia da MP
(23) MPV 1291/2025	06/03/2025	Aprovação da Câmara dos Deputados e aguardando envio ao Senado Federal
(24) MPV 1289/2025	24/02/2025	Perda de eficácia da MP
(25) MPV 1292/2025	12/03/2025	Aprovação da Câmara dos Deputados e aguardando envio ao Senado Federal
(26) MPV 1293/2025	28/03/2025	Proposição Sujeita à Apreciação do Plenário
(27) MPV 1290/2025	28/02/2025	Perda de eficácia da MP

Fonte: elaboração própria.

A PEC nº 18/2025 está em tramitação. Dos oito PLs, 2 foram aprovados na Câmara e aguardam apreciação pelo Senado (PL nº 1707/2025 e PL 1.708/2025), 1 foi convertido em lei (PL nº 1.466/2025), que trata sobre o reajuste salarial dos servidores do Poder Executivo Federal⁶⁵⁵ e 5 seguem em tramitação na Câmara, seja aguardando despacho do presidente, seja aguardando parecer de relator.

Quanto às MPs, 4 perderam a eficácia (MPs 1287, 1288, 1289 e 1290), 2 foram aprovadas na Câmara e aguardam apreciação pelo Senado (MPs 1291 e 1292), e 11 seguem aguardando apreciação pelo Plenário.

Esses resultados indicam que apenas 1 proposição do Poder Executivo foi aprovada e transformada em lei até o momento. Outras 20 proposições seguem em tramitação no Congresso (entre PEC, PLs e MPs), enquanto 4 Medidas Provisórias perderam a eficácia sem serem votadas.

O cenário político-legislativo nacional de 2025, portanto, demonstra que a capacidade do Executivo de promover agendas reformistas tem encontrado obstáculos de evolução, potencialmente devido à situação presente no relacionamento entre os Poderes Executivo e Legislativo⁶⁵⁶.

⁶⁵⁵ AGÊNCIA CÂMARA DE NOTÍCIAS. Sancionada lei que reajusta salários de servidores do Poder Executivo federal. **Agência Câmara de Notícias**, 03 jun. 2025.

⁶⁵⁶ Tensões entre os dois poderes aparentam haver se fortalecido em 2025, em grande medida devido à disputa sobre as Emendas Parlamentares, dentre outros pontos de atrito recentes.



VII.1.11.1.3 Questões orçamentárias e impacto na capacidade de investimento em reformas

O cenário orçamentário de 2025 materializou as severas restrições fiscais enfrentadas pelo Estado brasileiro. Em maio, o governo federal anunciou um congelamento de R\$31,3 bilhões em despesas não obrigatórias (discricionárias) previstas na Lei Orçamentária Anual (LOA)⁶⁵⁷.

Esta medida reflete, em parte, o processo de crescente restrições orçamentárias vivenciado pelo Executivo Federal, com impactos diretos na margem de manobra da gestão de seu orçamento, que se torna mais restrita em decorrência de fatores como: crescimento das despesas obrigatórias⁶⁵⁸, que pressionam o volume de despesas discricionárias à disposição do Governo; e dependência das emendas parlamentares, que direcionam uma fatia significativa do orçamento⁶⁵⁹.

Além disso, reformas estruturais como é o caso do *Twin Peaks* incluem a criação de novas estruturas, a contratação e capacitação de pessoal e o desenvolvimento de sistemas tecnológicos e de infraestrutura de dados para monitoramento e fiscalização⁶⁶⁰.

O contingenciamento de 2025 dá um indício da inviabilidade de tais investimentos. Um caso exemplar é o da Agência Nacional de Aviação Civil (Anac), que, mesmo sendo um regulador já estabelecido, sofreu um corte de R\$30 milhões, representando uma redução de 25% em seu orçamento

Diversas reportagens mencionam o acirramento de tais tensões e seus impactos sobre a governança nacional, incluindo as dificuldades para promoção de reformas de parte do Poder Executivo. Como alguns exemplos, podemos citar: SOUZA, Dara de; COSTA, Bruna; BONVINI, Laura; SALOMÃO, Gabriela. Governança em tempos de crise política: o que esperar de 2025?. **Jota**, 09 jan. 2025; BRAGA, Ricardo de João. Executivo versus Congresso: qual é a crise?. **Congresso em Foco**, 18 ago. 2025; MOISÉS, José Álvaro. Aumento de tensão entre Executivo e Legislativo só faz rebaixar a qualidade da democracia. **Rádio USP**, 02 jul. 2025; e HENUD, Hugo; FERREIRA, Zeca. Polarização e crise institucional: como Executivo, Congresso e STF alimentam a radicalização. **Estadão**, 15 mar. 2025.

⁶⁵⁷ MÁXIMO, Wellton. Governo congela R\$31,3 bi do orçamento de 2025. **Agência Brasil**, 22 maio 2025.

⁶⁵⁸ O crescimento das despesas obrigatórias tem sufocado o espaço para gastos discricionários (investimentos) no orçamento do governo brasileiro, com a previsão para 2026 mostrando que os gastos obrigatórios consumiriam a maior parte do limite de gastos estabelecido pelo arcabouço fiscal. Este cenário preocupante é impulsionado pela elevação de benefícios previdenciários e gastos com pessoal, gerando uma "bomba-relógio" fiscal que compromete a capacidade do governo de investir em políticas públicas e infraestrutura. Ver: NAKAMURA, João. Por que orçamento do governo está em perigo nos próximos anos?. **CNN**, 17 abr. 2025.

⁶⁵⁹ A destinação de recursos para emendas parlamentares, que são indicações de deputados e senadores, limita a autonomia do Executivo para alocar verbas e executar políticas públicas de sua iniciativa. Ver: RAMALHO, Renato. Dez problemas da lei de regulamentação das emendas ao orçamento. **Jota**, 27 nov. 2024.

⁶⁶⁰ CMVM. **Reforma do modelo de supervisão financeira**. CMVM, dez. 2017.



discricionário⁶⁶¹. Essa medida levou a agência ao seu menor orçamento dos últimos 12 anos e forçou a desativação de 47 postos de serviço terceirizados em diversas unidades pelo país⁶⁶². O exemplo em questão demonstra que, sob pressão fiscal, os recursos para o custeio e investimento na fiscalização de atividades econômicas podem ser os primeiros a serem sacrificados.

VII.1.11.1.4 Identificação de Propostas Abandonadas e Fatores Determinantes

Visto que em 2026 haverá eleições presidenciais no Brasil, a análise dos ciclos eleitorais de 2018 e 2022, exposto no quadro 13, revela, em síntese, um padrão consistente na involução de reformas estruturais em momentos de disputa do poder (ou seja, em anos eleitorais), especialmente aquelas de natureza econômica e fiscal que geram forte resistência e possuem alto custo político.

Quadro 13 – Status de Propostas Legislativas Chave do Executivo

Ciclo eleitoral	Principal reforma paralisada	Objetivo declarado	Principal obstáculo político/eleitoral	Desfecho
2018	Reforma da Previdência (Temer)	Controlar o crescimento da dívida pública e garantir a solvência do sistema previdenciário.	Alta impopularidade das medidas; falta de capital político de um governo em fim de mandato.	Abandonada; postergada para a gestão seguinte.
2022	Reforma Administrativa (PEC 32)	Modernizar o serviço público, controlar custos com pessoal e introduzir avaliação de desempenho.	Forte oposição de sindicatos do setor público; receio dos parlamentares de perder votos de servidores.	Paralisada após aprovação em comissão; não levada ao plenário.
2022	Reforma Tributária (PEC 110)	Simplificar o sistema tributário e unificar impostos sobre o consumo para melhorar o ambiente de negócios.	Complexidade; resistência de estados e municípios; percepção de inoportunidade do debate.	Postergada; as discussões não avançaram para votação em plenário.

Fonte: elaboração própria.

No ciclo eleitoral de 2018, a Reforma da Previdência apresentada pelo governo de Michel Temer teve sua tramitação abandonada logo no ano que foi proposta. A alta impopularidade das medidas, como o aumento da idade de aposentadoria, bem como a falta de capital político de um governo em final de mandato, tornaram sua aprovação politicamente inviável no ano eleitoral⁶⁶³.

⁶⁶¹ AGÊNCIA NACIONAL DE AVIAÇÃO CIVIL (ANAC). Cortes orçamentários nos serviços prestados pela Anac. **Anac**, pub. 27 jun. 2025 (atualizado em 30 jun. 2025).

⁶⁶² Idem.

⁶⁶³ SANT'ANA, Jéssica. As reformas que o Brasil vai ter de enfrentar no 1.º ano do novo governo. **Gazeta do Povo**, 27 out. 2018.



Já no ciclo eleitoral de 2022, duas grandes reformas foram efetivamente engavetadas. A primeira foi a Reforma Administrativa (PEC nº 32/2020), proposta pelo ex-Presidente Jair Bolsonaro em 2020. Após ser aprovada em comissão especial no ano de 2021, a proposta não avançou para o plenário em 2022 (ano eleitoral).⁶⁶⁴

Uma segunda reforma que merece destaque é a Reforma Tributária (PEC nº 110/2022), apresentada em 2022. Apesar das declarações de intenção do presidente do Senado, a discussão não prosperou.⁶⁶⁵

VII.1.11.1.5 Suporte e vontade política

A adoção do *Twin Peaks* no Brasil pode ser considerada como uma eventual reforma de alto impacto. Consequentemente, ela irá requerer, em contrapartida, elevada vontade e determinação política para que ocorra. Sendo assim, torna-se relevante observar e analisar a postura de todos os atores políticos que podem influenciar na “vontade” do Poder Executivo em levar adiante a implementação do *Twin Peaks* no sistema financeiro nacional.

Em análise do estado corrente sobre o tema, entende-se que, até o momento, poucos *stakeholders* começaram a se posicionar sobre o tema, com destaque para algumas entidades de classe e sindicatos representativos dos segmentos do setor. Em síntese, estas manifestações se deram em decorrência de fatos externos ao próprio *Twin Peaks* (em geral, envolvendo debates sobre a PEC nº 65/2023 e as discussões institucionais da CVM, em 2025), mas que acabaram por impactar na percepção corrente e posicionamento destas entidades com relação à adoção deste modelo regulatório no país.

Com relação ao primeiro tema (a PEC nº 65/2023) e conforme mencionado na subseção “VII.1.10.1 – Diagnóstico do cenário brasileiro” sobre o desafio da Comunicação, percebe-se, de forma geral, um posicionamento mais negativo e de oposição ao *Twin Peaks*. Entende-se, porém, que este viés negativo esteja mais associado a temores e críticas, e não diretamente relacionados ao modelo

⁶⁶⁴ O então presidente e parlamentares de diferentes espectros reconheceram que era impossível avançar com o tema em ano eleitoral, pois os congressistas não estavam dispostos a “pagar o preço” do desgaste com os servidores públicos, um grupo de eleitores organizado e mobilizado. Ver: Q CONCURSOS. Reforma Administrativa não deve avançar em 2022, diz Bolsonaro. **Folha Dirigida**, 12 jan. 2022.

⁶⁶⁵ Diversos fatores levaram ao seu adiamento: a complexidade da matéria, a resistência de estados e municípios (que temiam perdas de arrecadação) e o cálculo político dos senadores. Parlamentares afirmaram que a proposta deveria ser deixada para o ano seguinte, após as eleições, por ser inoportuna e controversa demais para o período. Ver: ESTADÃO CONTEÚDO. Pacheco defende reformas tributária e administrativa mesmo em ano eleitoral. **InfoMoney**, 02 fev. 2022.



em si, como: a proposta de mudança no regime jurídico do BCB e uma eventual mudança na estrutura de trabalho e no regime jurídico dos servidores do BCB⁶⁶⁶.

Já com relação ao segundo tema (as discussões institucionais vivenciada pela CVM em 2025⁶⁶⁷), nota-se, novamente, a existência de críticas não ao modelo em si (observando-se, neste caso, posições de natureza neutra e/ou positivas ao modelo), mas ao processo para sua implementação, que deveria, na opinião das entidades classistas e de funcionários, ser mais amplo e incluir a CVM e as demais autarquias do SFN em seus debates⁶⁶⁸.

De qualquer forma, deve-se atentar para o viés negativo manifestado pelas entidades classistas, visto que isso pode impactar no posicionamento de seus membros e na pressão sobre a discussão política do tema.

VII.1.11.1.6 Crises Financeiras (externas e internas)

Crises financeiras historicamente incrementam de forma significativa a possibilidade de adoção de reformas nas estruturas regulatórias dos sistemas financeiros nacionais⁶⁶⁹.

No cenário atual, do ponto de vista global, não se percebe a existência de crises financeiras vigentes que possam impactar o cenário da análise fática da eventual implementação do *Twin Peaks* no Brasil.

Por outro lado, no cenário interno, nota-se a existência de situações pontuais que podem causar instabilidade no modelo regulatório correntemente em uso, sobretudo pelo impacto na credibilidade da eficiência supervisora e sancionadora dos reguladores setoriais nacionais, com especial destaque à investigação conjunta da Polícia Federal, da Receita Federal e do Ministério

⁶⁶⁶ O Sinal, por exemplo, alertou que a migração do regime jurídico dos servidores do BC do Regime Jurídico Único (RJU) para a CLT compromete a independência funcional, fragiliza o vínculo com o Estado e abre perigosamente espaço para a privatização de serviços essenciais, como a política monetária e a gestão de reservas. Ver: DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ASSESSORIA PARLAMENTAR (DIAP). Novo texto da PEC nº 65/23 ameaça autonomia do BC, denuncia Sinal. DIAP, 01 set. 2024.

⁶⁶⁷ A saída antecipada do presidente da autarquia, o esvaziamento de sua diretoria e a insuficiência crônica de recursos e pessoal na instituição nos últimos anos são alguns dos pontos destacados pela imprensa para retratar a eventual crise institucional da CVM em 2025. Por exemplo, em: FERNANDES, Adriana; OLIVEIRA, Thaís. CVM enfrenta crise com diretoria desfalcada, pressões políticas e casos polêmicos. *Folha de São Paulo*, 11 ago. 2025.

⁶⁶⁸ Ver N.R. 641.

⁶⁶⁹ Neste sentido, o passado demonstra que a natureza da crise deve estar diretamente relacionada com o sistema financeiro, não havendo a relação de reformas estruturantes do sistema regulador do SFN com outros tipos de crises, como recessões econômicas ou crises cambiais e monetárias. Ver: MASIANDARO, D.; ROMELLI, D. *Twin Peaks and Central Banks: economics, political economy and comparative analysis*. In: GODWIN, A.; SCHMULOW, A. (org.). *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 65.



Público, além de outros órgãos, denominada “Carbono Oculto”⁶⁷⁰. Apesar do objetivo desta investigação estar focado no desmantelamento dos esquemas de fraudes e de lavagem de dinheiro no setor de combustíveis, seu impacto alastrou-se por alguns segmentos do sistema financeiro nacional, sobretudo nos meios de pagamento (via *fintechs*) e em fundos de investimentos⁶⁷¹. Em razão disto, tanto o BCB quanto a CVM vêm recebendo certos questionamentos quanto à efetividade de suas atuações na prevenção e supervisão de seus segmentos regulados, gerando dúvidas sobre a credibilidade do sistema financeiro como um todo⁶⁷².

Quadro-resumo

- O arcabouço legislativo do SFN é **pulverizado**, mas está **concentrado**, sobretudo, em **ato legais infraconstitucionais**;
- É necessário **eleger a estratégia de revisão** / reforma do arcabouço legal brasileiro;
- Há **tensões correntes entre os Poderes Executivo e Legislativo** que criam obstáculos para a aprovação e implementação de reformas;
- Existem **desafios relevantes** sobre o **orçamento discricionário** do Poder Executivo, com limitações em sua aplicação e montantes;
- As **restrições orçamentárias** impõem **desafios para a capacidade de investimentos** dos reguladores do SFN;
- **Entidades de classe e sindicatos** do setor já começaram a se posicionar sobre o tema, geralmente de **forma contrária**, mas **sobretudo à forma** que está sendo implementado e não ao modelo em si.
- **Não há percepção de crises financeiras globais** no momento, porém **situações pontuais locais** (p. ex.: Operação “Carbono Oculto”) podem gerar **pressões de reformas** sobre a estrutura regulatória correntemente em uso.

Fonte: elaboração própria.

VII.1.11.2. Amplitude do desafio

⁶⁷⁰ Para maiores detalhes, ver: RECEITA FEDERAL. Operação Carbono Oculto: RFB e órgãos parceiros combatem organização responsável por sonegação e lavagem de dinheiro no setor de combustíveis. **Ministério da Fazenda**, 28 ago. 2025 (atualizado em 01 out. 2025).

⁶⁷¹ Utilizados pelo crime organizado, sobretudo o Primeiro Comando da Capital (PCC), para blindar os lucros e recursos de seus crimes e impedir a identificação de seus reais beneficiários.

⁶⁷² Como, por exemplo, em: NETTO, Victoria. Megaoperações da PF e Receita revelam falhas de supervisão e não de regulação, dizem advogados. **Valor Econômico**, 31 ago. 2025.



A análise da amplitude dos elementos fáticos possui algumas características próprias que a distingue das demais, tais como:

- A dependência significativa do momento da análise: cada desafio é associado especificamente com sua situação corrente, sem levar em consideração questões passadas ou mesmo projeções futuras. Desta forma, muitos destes desafios possuem uma natureza muito mais volátil⁶⁷³, podendo ser alterados no curto prazo, de acordo com o surgimento de novos fatos que possam modificá-los. Sendo assim, os resultados apresentados neste subcapítulo estão circunscritos aos fatos e dados existentes e presentes na primeira quinzena de setembro de 2025. Eventuais novos eventos ocorridos após este período não foram levados em consideração;
- A relevância das análises (individuais e geral): por compreender uma variedade de itens distintos, mas com inúmeras possibilidades de interação entre si, a amplitude será medida, inicialmente, para cada desafio de forma individual. Em decorrência da complexidade de interações entre os distintos itens, o resultado consolidado será formatado em orientações gerais sobre o eventual volume de itens que requeiram atenção adicional ou extra, mas sem buscar um resultado “único e válido para todo o grupo”, em face da eventual fragilidade e verossimilhança de uma avaliação que contemple todos os cenários interativos existentes entre os diversos itens deste grupo.

VII.1.11.2.1 Processo legislativo brasileiro

Classificação: normal (nível de esforço significativo, mas com grandes possibilidades de êxito).

Uma eventual reforma para a implementação do modelo *Twin Peaks* no Brasil, exigiria modificações legais. A depender do desenho regulatório definido, seria possível reformar o atual arcabouço regulatório (ou seja, modificar as leis atualmente em vigor) ou revogá-lo por completo, criando uma nova lei (ou mais de uma lei) para disciplinar o modelo.

Independentemente da decisão tomada, reformar ou revogar o atual arcabouço, sob o ponto de vista formal⁶⁷⁴, o esforço para ambos os casos é o mesmo (o que difere é o quórum para a aprovação de cada tipo de lei - se ordinária ou complementar,

⁶⁷³ Mesmo entre os itens do grupo, ocorrem distintos níveis de volatilidade, com itens que podem ser alterados a qualquer momento (por ex.: Crises) e itens que, em geral, podem requerer períodos mais longos para que sejam alterados (por ex.: “processo legislativo brasileiro”, cujas regras estão, em grande parte, determinadas constitucionalmente e, por conseguinte, poderiam requerer maior tempo para mudanças).

⁶⁷⁴ Não se está considerando, aqui, as articulações e embates políticos que poderia haver na definição do escopo da lei.



conforme apresentado na seção VII.1.11.1.1, sobre o diagnóstico do cenário brasileiro em relação ao processo legislativo no país.

Portanto, esse desafio foi classificado como **normal**.

Cenário diverso ocorreria se a PEC 65/23, sobre a independência do Banco Central, viesse a ser aprovada. A inclusão dessa independência no texto constitucional implicaria, para a adoção do modelo *Twin Peaks*, a necessidade de uma nova emenda constitucional para alterar o texto da Constituição.

No entanto, o processo de aprovação das emendas é mais rigoroso do que das leis ordinárias e complementares, pois demanda um quórum qualificado de $\frac{3}{5}$ dos parlamentares, nas duas casas do Congresso Nacional⁶⁷⁵. Aqui, diante da maior exigência de atuação parlamentar, não se estaria diante de um desafio classificável como normal, mas sim adicional (ou seja, as chances de insucesso são significativas, mas a mudança ainda é percebida como factível, sobretudo se o esforço adicional for empreendido).

VII.1.11.2.2 Trâmite legislativo no Parlamento (atual)

Classificação: extra (contexto possui grande possibilidade de inviabilizar a mudança, sendo necessária especial atenção e esforço para alterar a situação corrente).

Conforme mencionado no subcapítulo VII.1.11.1.1, o ano de 2025 tem sido marcado pela dificuldade de aprovação das propostas de reformas efetuadas pelo Poder Executivo, inclusive daquelas relacionadas às prioridades do Ministério da Fazenda.

Com aparentes dificuldades de obter apoio no Congresso Nacional⁶⁷⁶, o atual Governo possui um cenário desafiador e, consequentemente, demandante de elevados níveis de esforço para conseguir a aprovação de suas propostas de reforma. Várias fontes são mencionadas como as possíveis causas do “atrito” entre os poderes, como a demora na liberação das emendas parlamentares e diversas pautas divergentes entre o Governo e a oposição. Na visão de alguns especialistas no cenário político nacional, esta situação tende a perdurar até, pelo menos, o final do ano eleitoral de 2026⁶⁷⁷.

⁶⁷⁵ Art.60, § 2º, da CRFB/88.

⁶⁷⁶ Conforme o levantamento feito por Rafaela Gama sobre os projetos de decretos legislativos, percebe-se, a possível dificuldade do Governo em obter apoio inclusive da “base aliada” nas casas legislativas federais. Ver: GAMA, Rafaela. Partidos da base contestam mais atos do governo do que o PL, maior partido de oposição. **O Globo**, 29 jun. 2025.

⁶⁷⁷ Esse risco é apontado em diversas matérias, como por exemplo, no blog de Jussara Soares, na CNN, na reportagem de Fabio Graner, Naira Trindade, Fabio Murakawa e na matéria de José Casado para a Veja. Disponíveis, respectivamente, em: SOARES, Jussara. Governo e Congresso sinalizam atrito até 2026. CNN Brasil, 18 jul. 2025. GRANER, Fabio, TRINDADE,



Além de provocar um desafio já presente para a eventual aprovação de uma proposta de reforma da estrutura regulatória nacional, a situação do “represamento das propostas de reformas do Executivo pelo Parlamento” vista em 2025 também agrava o cenário de aprovação de reformas, pois gera um “estoque” acumulado de propostas⁶⁷⁸, levando a necessidade do Governo de fazer escolhas de prioridades entre elas⁶⁷⁹.

Adicionalmente, a complexidade e relevância da eventual proposta de migração para o *Twin Peaks* também causaria, por si própria, uma demanda de debates, discussões e interesses diversos em torno do tema, tornando seu eventual processo de aprovação potencialmente mais lento e custoso do ponto de vista político.

Sendo assim, com base nos fatos presentes no momento desta análise, entende-se que o desafio do “Trâmite legislativo no Parlamento (atual)” exigiria um nível **extra** de esforço do Governo em seu eventual plano de implementação do *Twin Peaks* no Brasil.

VII.1.11.2.3 Questões orçamentárias e Impacto na capacidade de investimento em reformas

Classificação: extra (contexto possui grande possibilidade de inviabilizar a mudança, sendo necessária especial atenção e esforço para alterar a situação corrente).

A adoção de um modelo regulatório nos moldes do *Twin Peaks* implicaria custos significativos⁶⁸⁰, decorrentes da necessidade de reestruturação do arranjo

Naira, MURAKAWA, Fabio. Após humilhação no Congresso, governo mira 2026 e acirra 'ricos contra pobres'. **Jota**, 26 jun. 2025. CASADO José. Opções de Lula: confronta o Congresso no STF ou renegocia tudo. **Veja**, 26 jun. 2025.

⁶⁷⁸ Conforme visto com a aprovação da PL1466/2025 já em 2025, não necessariamente a existência de um “estoque acumulado” de projetos e propostas interrompe a eventual aprovação de uma proposta mais recente, porém certamente gera obstáculos na medida em que força o Governo a “priorizar” seus esforços políticos nas casas legislativas federais. Tal fato, por exemplo, pode ser visto na reportagem de Lauriberto Pompeu e Luísa Marzullo para o “O Globo” em 23/9/2025, que demonstra que das 42 iniciativas listadas como meta pela Secretaria de Relações Institucionais, muitas foram geradas em anos anteriores e ainda seguem em debate na Câmara de Deputados. Ver: POMPEU, Lauriberto; MARZULLO, Luísa. Só 18 de 42 prioridades do governo aprovadas: Câmara congela pautas do Planalto, enquanto foca em blindagem e anistia. **O Globo**, 23 set. 2025.

⁶⁷⁹ Fato semelhante pode ser visto na agenda fiscal do Governo, que também, em face do represamento de suas propostas, tende a eleger aquelas que seriam as suas prioridades de ação e foco, como sugerido na reportagem de Thaís Barcellos, Luísa Marzullo e Manoel Ventura para o jornal “O Globo” em 19/09/2025. Ver: BARCELLOS, Thaís; MARZULLO, Luísa; VENTURA, Manoel. Texto não é mais problema para o governo aprovar isenção de IR até R\$ 5 mil: tensão no Congresso é o que preocupa. **O Globo**, 23 set. 2025.

⁶⁸⁰ Conforme mencionado na seção VII.1.9, sobre os custos nos países utilizados como *benchmark*, a implementação de um modelo como o *Twin Peaks* demanda grande monta de



institucional existente, da criação de novas estruturas organizacionais, da contratação e capacitação de servidores, bem como do desenvolvimento de sistemas tecnológicos e de infraestrutura de dados voltados ao monitoramento e à fiscalização⁶⁸¹.

No entanto, o diagnóstico do cenário brasileiro apresentado na seção “VII.1.11.1.3 - Questões orçamentárias e impacto na capacidade de investimento em reformas” evidencia uma situação de restrições fiscais e orçamentárias enfrentadas pelo Poder Executivo Federal. A título de exemplo, tem-se o congelamento de R\$31,3 bilhões em despesas não obrigatórias (discricionárias) previstas na Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2025⁶⁸², bem como o contingenciamento da Anac, que sofreu um corte de R\$ 30 milhões (equivalente a 25% de seu orçamento)⁶⁸³.

Além disso, o contexto brasileiro traz gargalos estruturais que agravam o problema: a escassez de recursos humanos qualificados, os entraves burocráticos relacionados a processos de licitação e o risco de sequestro de recursos pelo Legislativo. Destaca-se, ainda, que a inclusão de novas despesas na LOA é um processo de elevada complexidade⁶⁸⁴, tendo em vista demandar articulação política intensa, podendo representar um entrave adicional à concretização da proposta.

recursos. No Reino Unido, estima-se que os custos de transição ficaram entre £90 e £175 milhões, relacionados apenas com gastos de transferência de pessoal, migração e ajustes nos sistemas de TI e acomodações. Ver: HM TREASURY. A New Approach to Financial Regulation: Building a stronger system. The Stationery Office Limited, fev. 2011. P.10.

Na África do Sul, os custos estimados para implementação foram de aproximadamente 59 milhões de dólares (na moeda original, o montante é de R1,033 milhões). Sobre o tema, ver: NATIONAL TREASURY. **Financial Sector Regulation Bill Impact Study of the Twin Peaks Reforms**. Republic of South Africa, abr, 2016. P. 11.

NATIONAL TREASURY. **Supplement to the impact study of the twin peaks reforms**. Republic of South Africa, s/d.

⁶⁸¹ CMVM. **Reforma do modelo de supervisão financeira**. CMVM, dez. 2017.

⁶⁸² MÁXIMO, Wellton. Governo congela R\$31,3 bi do orçamento de 2025. **Agência Brasil**, 22 maio 2025.

⁶⁸³ AGÊNCIA NACIONAL DE AVIAÇÃO CIVIL (ANAC). Cortes orçamentários nos serviços prestados pela Anac. **Anac**, pub. 27 jun. 2025 (atualizado em 30 jun. 2025).

⁶⁸⁴ São comuns notícias publicadas na mídia acerca da dificuldade de aprovação da LOA. Apenas a título de exemplo, tem-se matéria veiculada no site do Senado, de 07 de fevereiro de 2025: “A Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2025 deveria ter sido aprovada no fim do ano passado pelo Congresso, mas questões políticas provocaram atrasos, como a votação da PEC do Corte de Gastos e a exigência de transparência nas emendas parlamentares pelo STF.”

MENDES, César. Atraso na votação do Orçamento prejudica execução de despesas públicas. **Rádio Senado**, 07 fev. 2025.

Outra matéria relacionada a aprovação do orçamento: VEJA. Sem orçamento aprovado, governo inicia o ano com restrição nos gastos. Ver: PATI, Camila. Sem orçamento aprovado, governo inicia o ano com restrição nos gastos. **Veja**, 2 jan. 2025.



Sem a devida alocação de recursos financeiros, não há viabilidade de implementar a reforma, independentemente da robustez e dos benefícios esperados pelo desenho proposto.

Portanto, diante da imprescindível disponibilidade de recursos para adoção do *Twin Peaks* e os entraves observados na atual conjuntura do país, classifica-se esse desafio fático como **extra**.

VII.1.11.2.4 Identificação de Propostas Abandonadas e Fatores Determinantes

Classificação: extra (contexto possui grande possibilidade de inviabilizar a mudança, sendo necessária especial atenção e esforço para alterar a situação corrente).

A implementação do *Twin Peaks* no Brasil requer a edição de uma lei que institua a nova estrutura regulatória, condição necessária para a mudança ser colocada em prática. Conforme visto na seção “VII.1.11.2.1 - processo legislativo brasileiro”, sob o ponto de vista formal, o rito legislativo no país não apresenta grandes complexidades capazes de inviabilizar tal alteração.

No entanto, esta seção analisa um aspecto mais prático deste processo legislativo. A seção “VII.1.11.1.4 - Identificação de Propostas Abandonadas e Fatores Determinantes” apresentou o diagnóstico do cenário nacional em relação a tentativa de grandes reformas em períodos eleitorais. O quadro 13 da referida seção evidencia as três reformas que se tentou implementar (reforma da previdência, no ciclo eleitoral de 2018; reforma administrativa, em 2022; e reforma tributária, em 2022), as quais não obtiveram sucesso – tendo sido abandonadas, paralisadas ou postergadas.

Isso indica a dificuldade ou até a impossibilidade de aprovar reformas em anos eleitorais. Este é um período marcado pela alta polarização e pela incerteza quanto à continuidade do governo. Grandes reformas geram polêmicas e, em ano eleitoral, “ninguém quer comprometer suas chances de vitória”⁶⁸⁵.

⁶⁸⁵ Algumas matérias veiculadas na mídia ilustram esse ponto: segundo relatado em reportagem do Globo, “O presidente Jair Bolsonaro admitiu que é improvável que alguma das principais reformas econômicas que tramitam no Congresso Nacional sejam aprovadas. Em entrevista à “Jovem Pan”, Bolsonaro disse que gostaria que a reforma administrativa avançasse mas disse que, em anos eleitorais, parlamentares não desejam pagar o preço da aprovação de reformas polêmicas.” Ver: DANTAS, Dimitrius. Bolsonaro admite que reformas não devem avançar em 2022: ‘Nesses anos de eleição, não tem negociação’. **O Globo**, 10 jan. 2022.

Em sentido semelhante, matéria do UOL traz a seguinte fala: “Será muito difícil a reforma da Previdência ser votada neste ano no Brasil, marcado por eleições presidenciais, bem como avançar com medidas fiscais mais dolorosas, afirmou nesta sexta-feira (12) a diretora para ratings soberanos da Standard & Poor's, Lisa Schineller.” UOL. É muito difícil aprovar reforma da Previdência em ano eleitoral, diz S&P. **UOL**, 12 jan. 2018.



No contexto do presente estudo, o recorte temporal para examinar os elementos fáticos é o ano de 2025. Considerando que em 2026 terá início um novo ciclo eleitoral para a escolha do próximo presidente, é possível concluir que uma reestruturação de grande porte, como a adoção do modelo *Twin Peaks*, terá grandes óbices para sua aprovação, à luz do histórico de experiências similares no país.

Frente a essas razões, classifica-se o desafio “Identificação de Propostas Abandonadas e Fatores Determinantes” como **extra**.

VII.1.11.2.5 Suporte e vontade política

Classificação: normal (nível de esforço significativo, mas com grandes possibilidades de êxito).

Na seção VII.1.11.1.5, sobre o diagnóstico brasileiro referente ao suporte e à vontade política para implementação do *Twin Peaks* no Brasil, discutiu-se a existência de alguns poucos *stakeholders* que se posicionam contrariamente ao tema. São, em geral, entidades de classe, que já se manifestaram reticentes ao novo modelo, como o Sindicato Nacional dos Trabalhadores da CVM (SindCVM), Sindicato Nacional dos Funcionários do Banco Central (SINAL) e o Sindicato dos Servidores Públicos Federais do DF (SINDSEP-DF). Há ainda, menção à necessidade de incluir as demais autarquias (Susep e Previc) nos debates de adoção do *Twin Peaks*.

No entanto, essas entidades, até o presente momento, aparentam ter baixa representatividade política e, possivelmente, não teriam grande influência para, por si só, barrar a adoção do modelo.

Apesar disso, é de grande relevância incluí-las no processo e buscar compatibilizar os interesses dos grupos envolvidos e que serão diretamente impactados pela mudança. Embora talvez não tenham poder de barrar o processo legislativo de adoção do modelo *Twin Peaks*, na prática, após sua implementação, são os profissionais dessas instituições que garantirão o funcionamento efetivo da engrenagem regulatória. Por isso, é interessante buscar conciliar os interesses e as demandas das entidades e grupos de interesse, de modo que a transição do modelo atual para o novo seja a mais fluida possível.

Diante das razões apresentadas, classifica-se o desafio “suporte e vontade política” como **normal**.

VII.1.11.2.6 Crises Financeiras (externas e internas)

Classificação: normal (nível de esforço significativo, mas com grandes possibilidades de êxito).



Dentre os principais acontecimentos críticos relacionados ao sistema financeiro nacional em 2025⁶⁸⁶, entende-se que a operação “Carbono Oculto”, deflagrada pela Polícia Federal em conjunto com outros órgãos públicos, mesmo estando apenas indiretamente relacionado com o sistema financeiro nacional, é o acontecimento que possui maior potencial de gerar riscos de credibilidade sistêmica no SFN, sobretudo pela utilização indevida de determinadas áreas relevantes da indústria financeira, como meios de pagamentos, *fintechs* e fundos de investimento.

Por outro lado, percebe-se que, até o momento, este contágio ainda não é abrangente e que a credibilidade do sistema como um todo ainda é reconhecida⁶⁸⁷ e, eventualmente, será aprimorada pelo próprio modelo regulador nacional em uso⁶⁸⁸.

Não obstante, apesar da eventual limitação do alcance do contágio das crises pontuais atuais, já são percebidas algumas opiniões de que tais acontecimentos poderiam suscitar a necessidade de revisão do modelo regulatório corrente no Brasil, inclusive sendo o *Twin Peaks* apontado como a possível alternativa a ser implantada para regular o sistema financeiro nacional⁶⁸⁹.

Sendo assim, de forma geral, este estudo entende que tais acontecimentos ainda não poderiam ser considerados como fontes de uma “crise financeira” mais generalizada⁶⁹⁰. Porém, devido à interconexão natural existente entre os diversos desafios enfrentados pelos atuais reguladores do SFN, tal situação poderá vir a ser alterada, sobretudo pela eventual carência de recursos das

⁶⁸⁶ Por exemplo, o desvio de recursos no sistema PIX levou o BCB a instaurar medidas adicionais para tentar coibir tais abusos. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). BC aprova medidas para reforçar a segurança do Sistema Financeiro Nacional. **BCB**, 05 set. 2025.

⁶⁸⁷ Como no caso dos fundos de investimentos, cuja credibilidade foi defendida por Zeca Doherty e por Rafael Andrade em seus artigos de opinião, disponíveis em: LEWGOY, Júlia. Fazenda volta a defender modelo de 'super-regulador' no mercado após crises recentes. **Valor Investe**, 11 set. 2025; e ANDRADE, Rafael. PCC, lavagem de dinheiro e fundos exclusivos: onde estavam os gatekeepers?. **Jota**, 04 set. 2025.

⁶⁸⁸ Como as medidas de reforço de segurança promovidas pelo BCB para coibir o uso dos meios de pagamento via fintechs em fraudes e desvios de dinheiro pelo crime organizado. Ver: QUEIROZ, Vitória. Banco Central aperta regras para fintechs para inibir crime organizado. **CNN Brasil**, 05 set. 2025.

⁶⁸⁹ Por exemplo, na defesa feita pelo secretário de Reformas Econômicas do Ministério da Fazenda, Marcos Pinto, em um evento sobre fundos de investimentos realizado em 11/09/2025 pela Associação dos Advogados de São Paulo (AASP). Ver; LEWGOY, Júlia. Fazenda volta a defender modelo de 'super-regulador' no mercado após crises recentes. **Valor Investe**, 11 set. 2025.

⁶⁹⁰ Sobretudo por estarem associados ainda com itens pontuais (p.ex.: uso indevido de contas bolsões e fundos exclusivos) de cada área afetada, pelos mecanismos de regulação e autorregulação já implementados e considerados eficientes nos setores afetados (p.ex.: Regulação sobre Fundos de Investimentos) e também pela resposta imediata de ações de aumento de segurança promovida pelo BCB.



entidades reguladoras para lidar com as crises atuais e futuras que venham a enfrentar, aumentando o potencial do risco sistêmico destes desafios⁶⁹¹.

Não obstante, limitando-se aos fatos existentes no exato momento desta análise, o desafio “VII.1.11.1.6 - Crises” segue sendo classificado como “normal”, não sendo (até o momento) perceptível a existência de crises financeiras globais ou locais que possam criar pressão extra sobre a necessidade de alteração do modelo regulatório brasileiro.

VII.1.11.2.7 Elementos fáticos - análise geral

Foram identificados seis desafios associados com as peculiaridades e/ou o momento conjuntural do cenário brasileiro. Cada um destes itens possui características relevantes que podem impactar no eventual processo de adoção do *Twin Peaks* no Brasil.

Muitos destes itens interagem entre si, formando um significativo número de possíveis cenários⁶⁹². Independente dos efeitos que cada item possa causar nos demais, nota-se, mesmo em uma perspectiva mais limitada das análises individuais, que existe um volume significativo de fatos no cenário brasileiro que exigirão níveis adicionais e extras de esforço da sociedade e dos atores responsáveis, caso desejem seguir com a implementação do *Twin Peaks* no país.

Dos seis desafios listados, metade (“processo legislativo”, “suporte e vontade política” e “crises financeiras”) foi considerada no nível “normal” de esforço. Por outro lado, outros três foram classificados na escala máxima de esforço necessário (“extra”). Desta forma, é de se esperar que o “momento” (“timing”) possa não ser o mais apropriado para a eventual migração rumo ao *Twin Peaks* no caso brasileiro.

No entanto, dois desses desafios “extras” (quais sejam, “trâmite legislativo” e “identificação das propostas abandonadas”) possuem características significativamente temporais, podendo, portanto, serem fortemente alterados no decorrer do tempo⁶⁹³. Tal fato realça ainda mais a questão e a relevância do momento atual na decisão de migração ou não ao *Twin Peaks*.

⁶⁹¹ Algumas percepções começam a surgir sobre a eventual incapacidade em termos de recursos que os reguladores, como o BCB e a CVM, terão para combater a propagação de crises em seus mercados regulados; por exemplo, ver artigo publicado em 10/09/2025 no jornal Valor Econômico sobre a ação do crime organizado no sistema financeiro nacional. Ver: EDITORIAL. Faltam recursos a BC e CVM para coibir lavagem de dinheiro. Valor Econômico, 10 set. 2025.

⁶⁹² Por exemplo, o processo legislativo e as restrições orçamentárias podem impactar diretamente o represamento das propostas de mudança.

⁶⁹³ Por exemplo, o desafio de “identificação das propostas abandonadas” está diretamente associado com o ano de 2026, não mais existindo a partir de 2027.



VII.2. Resultados da avaliação dos desafios e questões

No total foram selecionados e avaliados onze distintos desafios ou questões que estariam significativamente associados à eventual implementação do *Twin Peaks* no Brasil, sendo que um dos itens (Elementos Fáticos) foi subdividido em seis subitens. Desta forma, tem-se um total de dezesseis distintos aspectos que devem demandar ação e atenção dos atores envolvidos na adoção do novo modelo regulatório. O quadro 14 traz o resumo das avaliações realizadas.

Quadro 4 – Amplitude dos desafios / questões para a implementação do Twin Peaks no Brasil

Desafio / Questão	Nível de Esforço	Consenso na Avaliação?
(1) Escopo dos reguladores	normal	sim
(2) Objetivos, responsabilidades e atividades dos entes reguladores	normal	não
(3) Governança (Coordenação e Cooperação) entre os reguladores	normal	não
(4) Localização do regulador prudencial	normal	não
(5) Localização da regulação macroprudencial	adicional	não
(6) Independência operacional e autonomia	adicional	sim
(7) Adaptação à regulação baseada em objetivos	normal	não
(8) Recursos	extra	sim
(9) Custos	adicional	sim
(10) Comunicação	normal	sim
(11) Elementos Fáticos: Processo Legislativo	normal	sim
(12) Elementos Fáticos: Trâmite legislativo no Parlamento (atual)	extra	não
(13) Elementos Fáticos: Questões Orçamentárias	extra	sim
(14) Elementos Fáticos: Identificação de Propostas Abandonadas e Fatores Determinantes	extra	sim
(15) Elementos Fáticos: Suporte e Vontade Política	normal	sim



Desafio / Questão	Nível de Esforço	Consenso na Avaliação?
(16) Elementos Fáticos: Crises Financeiras (externas e internas)	normal	sim

Ao final da análise individual e consolidada dos desafios, foi possível, com base na avaliação dos diagnósticos do cenário brasileiro, perceber semelhanças entre os 16 itens. Nota-se, por exemplo, que alguns casos compartilham certos fatores, como temporalidade (desafios existentes *versus* potenciais desafios futuros), vínculos com cunho político, relação com o arcabouço regulatório corrente, entre outros.

Com base nestes achados e para a obtenção de uma análise mais ampla dos resultados obtidos, os desafios foram classificados em seis grupos, de acordo com uma dessas cinco naturezas: (i) legislativa/regulatória; (ii) política; (iii) federal; (iv) estrutural; e (v) outros. Além disso, foram identificados se já são ou não problemas no cenário nacional atual (i.e.: temas “correntes” ou “potenciais”). As definições para cada categoria e seus respectivos desafios estão detalhadas no quadro 15.

Quadro 15 – Definições das naturezas dos desafios

Natureza do Desafio	Definição	Desafios / Questões
(1) Legislativa / regulatória - potencial	A categoria reúne temas relacionados à maturidade e consistência do atual modelo brasileiro legislativo e regulatório (arcabouço normativo, processos de revisão, solidez dos reguladores etc.). São considerados aspectos com bom desempenho no sistema regulatório atual do país, mas que podem se converter em desafios em uma eventual migração para o modelo <i>Twin Peaks</i> .	<ul style="list-style-type: none"> • Escopo dos Reguladores; • Objetivos, responsabilidades e atividades dos entes reguladores; • Governança (Coordenação e Cooperação) entre os reguladores; • Localização do regulador prudencial; • Adaptação à regulação baseada em objetivos; • Elementos Fáticos: Processo Legislativo.
(2) Legislativa / regulatória - corrente	A categoria também engloba temas relacionados ao nível de maturidade do modelo legislativo e regulatório nacional. No entanto, ao contrário da categoria anterior (temas potenciais), essas questões já se manifestam como problemas e fragilidades no modelo regulatório atual e, portanto, demandam atenção e soluções, independentemente da adoção de um novo modelo regulatório.	<ul style="list-style-type: none"> • Localização da regulação macroprudencial; • Independência operacional e autonomia; • Recursos.
(3) Federal - corrente	A categoria engloba temas vinculados às capacidades atuais do Poder Executivo Federal. Embora não guardem relação direta com o modelo <i>Twin Peaks</i> , podem influenciar sua viabilidade, sobretudo em razão de restrições estruturais e limitações orçamentárias que afetam o poder de investimento do governo federal.	<ul style="list-style-type: none"> • Custos; • Elementos Fáticos: Questões Orçamentárias



Natureza do Desafio	Definição	Desafios / Questões
(4) Estrutural - potencial	A categoria engloba aspectos mais amplos e estáveis da estrutura nacional, como os canais de comunicação existentes na sociedade brasileira. Podem ser considerados “estáveis” no momento. Apesar de não estarem diretamente vinculados ao modelo regulatório, podem influenciar o ambiente em que se insere a eventual adoção do <i>Twin Peaks</i> .	<ul style="list-style-type: none"> • Comunicação.
(5) Político - corrente	Assuntos de natureza majoritariamente política e conjuntural. Estão associados com a vontade política corrente em apoiar ou não as propostas de mudanças do Executivo, como uma eventual proposta de migração ao <i>Twin Peaks</i> .	<ul style="list-style-type: none"> • Elementos Fáticos: Trâmite legislativo no Parlamento (atual); • Elementos Fáticos: Identificação de Propostas Abandonadas e Fatores Determinantes; • Elementos Fáticos: Suporte e Vontade Política.
(6) Outros - corrente	Itens de natureza variável, independentes da ação objetiva e direcionada do Poder Executivo. Possuem relação significativamente associada com o momento no qual são avaliados (conjuntura).	<ul style="list-style-type: none"> • Elementos Fáticos: Crises Financeiras (externas e internas).

A seguir, apresentamos a análise dos resultados, dividindo-a conforme a amplitude do desafio (normal, adicional e extra).

VII.2.1 Desafios classificados como “normal” e suas respectivas categorizações

De acordo com o quadro 16, dentre os 16 itens avaliados, nove deles (portanto, mais da metade), foram classificados como “normais” e agrupados nas seguintes naturezas:

Quadro 5 – Desafios “normais”

Legislativa / regulatória - potencial	Estrutural - potencial	Político - corrente	Outros - corrente
1. Escopo dos reguladores 2. Objetivos, responsabilidades e atividades dos entes reguladores 3. Governança (Coordenação e Cooperação) entre os reguladores 4. Localização do regulador prudencial	7. Comunicação	8. Elementos Fáticos: Suporte e Vontade Política	9. Elementos Fáticos: Crises Financeiras (externas e internas)



5. Adaptação à regulação baseada em objetivos 6. Elementos Fáticos: Processo Legislativo			
---	--	--	--

Percebe-se que a estrutura reguladora corrente nacional, avaliada como resiliente e sólida por diversos organismos internacionais, poderia ser um dos fatores fundamentais na criação de um ambiente facilitador para eventuais mudanças regulatórias estruturais.

Essa hipótese torna-se ainda mais crível quando se nota que a grande maioria dos itens classificados como “normais” está, de certa forma, associada com o arcabouço legislativo nacional, incluindo seus processos revisores, e/ou com a maturidade de certos reguladores do SFN⁶⁹⁴. Esses temas, no contexto atual, não representam problemas para o sistema regulatório nacional e poderiam se tornar desafios concretos somente no caso da efetiva migração para o *Twin Peaks*. Por essa razão, foram categorizados como de natureza “**Legislativa / regulatória - potencial**”.

Igualmente, a maturidade dos processos oficiais de comunicação e dos canais sociais de informação (imprensa, sindicatos, etc.) faz com que esforços adicionais possivelmente não venham a ser necessários. Visto ser um item associado com estruturas mais amplas do sistema (canais de comunicação), foi classificado como de natureza “**Estrutural - potencial**”.

Por último, dois elementos conjunturais, aos quais não se pode imputar nenhuma pré-ação objetiva do Governo, aparentam ser benéficos à migração rumo ao *Twin Peaks*:

- 1) No caso do “Suporte e Vontade Política”, um desafio classificado como de natureza “**Política - corrente**”, a existência de promotores influentes do modelo pode ser uma das razões para a baixa oposição ainda perceptível ao modelo, assim como o eventual baixo nível de influência política que os atores mais impactados têm ou vêm exercendo sobre os decisores ou influenciadores políticos a nível federal; e
- 2) A conjuntura econômica mundial e nacional que, pós-crise econômica da pandemia do Covid-19 e em decorrência de uma maior preocupação global sobre riscos sistêmicos desde a crise financeira de 2008, tem apresentado um cenário sem riscos significativos imediatos visíveis

⁶⁹⁴ Podem ser considerados nestas categorias os desafios do Escopo, dos Objetivos, da Governança, da Localização do Regulador Prudencial; da Adaptação à Regulação por Objetivos e do Processo Legislativo. Em todos estes casos, os processos e o arcabouço legislativo brasileiro já possuem claros mecanismos de adaptabilidade e revisão, o que facilita a eventual migração para um novo modelo. Adicionalmente, a maturidade da cultura regulatória prudencial do BCB torna-o um candidato natural para a localização prudencial do *Twin Peaks*.



capazes de abalar os sistemas financeiros global e brasileiro (item classificado como “**Outros - corrente**”).

VII.2.2 Desafios classificados como “adicional” e “extra” e suas respectivas categorizações

O quadro 17 também demonstra a existência de três desafios classificados como “adicionais” e de outros quatro considerados como “extras”. Uma análise sobre a natureza desses sete itens permite identificar a possível existência de similaridades entre os desafios que podem vir a gerar maiores dificuldades para a efetiva implementação do *Twin Peaks* no Brasil.

Quadro 17 – Desafios “adicionais” e “extras”

	Legislativa / regulatória - corrente	Federal - corrente	Político - corrente
Desafio adicional	(1) Localização da regulação macroprudencial; (2) Independência operacional e autonomia;	(3) Custos	
Desafio extra	(1) Recursos	(2) Elementos Fáticos: Questões Orçamentárias	(3) Elementos Fáticos: Trâmite legislativo no Parlamento (atual); (4) Elementos Fáticos: Identificação de Propostas Abandonadas e Fatores Determinantes

De forma geral e comum a todos os itens está a característica da “temporalidade”; isto é, todos os desafios estão classificados como “correntes”; ou seja, trata-se de temas que, de certa forma, já geram impactos negativos seja no modelo regulatório corrente (ou futuro), seja em eventuais propostas de mudança estrutural a nível do Governo.

Além deste fator em comum, em um primeiro grupo nota-se a prevalência de temas associados com problemas já percebidos no atual modelo regulatório nacional; isto é, se trata de desafios que deveriam ser endereçados, indiferentemente de qualquer processo de mudança estrutural do modelo em curso no Brasil. São três desafios classificados como de natureza “**legislativa / regulatória - corrente**”. Dois deles foram considerados “**adicionais**”:

- (1) “Localização da regulação macroprudencial”: a ausência de um arcabouço regulatório macroprudencial no Brasil vem sendo apontada,



por exemplo, como uma das fragilidades do sistema regulador nacional e como uma fonte potencial de riscos para contenção de crises sistêmicas no país⁶⁹⁵;

(2) “Independência operacional e autonomia”: esse item está atrelado ao debate da maior independência e autonomia orçamentária e financeira dos entes reguladores nacionais, condição fundamental para garantir a real independência operacional deles⁶⁹⁶.

Já o terceiro desafio, “recursos”, foi entendido como “extra”. O tema da escassez de recursos dos reguladores do SFN é citado como uma necessidade urgente e relevante tanto por órgãos internacionais⁶⁹⁷ quanto pela imprensa, associações classistas e pessoas relevantes do segmento.

Um segundo grupo se refere a dois desafios associados às fragilidades atuais do Estado, razão pela qual foram categorizados como de natureza “**Federal - corrente**”. Eles são limitadores não somente da eventual migração estrutural do modelo regulador nacional, mas de qualquer iniciativa federal que requeira o aporte de recursos financeiros: “custos” (classificado como “**adicional**”) e “questões orçamentárias” (classificado como “**extra**”). Em comum, estes dois desafios trazem a necessidade da eleição de escolhas por parte do Governo Federal, em razão de suas limitações de recursos atuais e, eventualmente, até mesmo futuros.

Em um terceiro grupo encontram-se desafios que poderiam ser considerados como de natureza “**Política - corrente**”; ou seja, itens extremamente dependentes do momento atual e da vontade política. Por conta disso, esses itens podem ser significativamente alterados apenas com o decorrer do tempo. Nesta categoria encontram-se dois desafios de nível de esforço considerados como “**extra**”: (i) o trâmite legislativo no Parlamento (atual); e (ii) a identificação de propostas abandonadas e fatores determinantes.

Conforme mencionado, ambos os desafios possuem elevada conotação política e estão associados com o cenário político-eleitoral do período 2025/2026. Consequentemente, caso o Governo queira enfrentar tais desafios, deverá estar disposto a promover um significativo esforço político de sua parte ou então aguardar por um momento melhor no qual as amplitudes de tais desafios possam estar menos acentuadas.

⁶⁹⁵ INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil: Financial System Stability Assessment. **IMF Staff Country Report**, nº 18/339, Washington, DC, 2018; INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil – 2024 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil. **IMF Staff Country Report**, nº 2024/209, jul. 2024.

⁶⁹⁶ Como exemplo claro do atual debate, observar as discussões sobre a PEC nº 65/2023, que visa exatamente tratar da autonomia orçamentária do BCB.

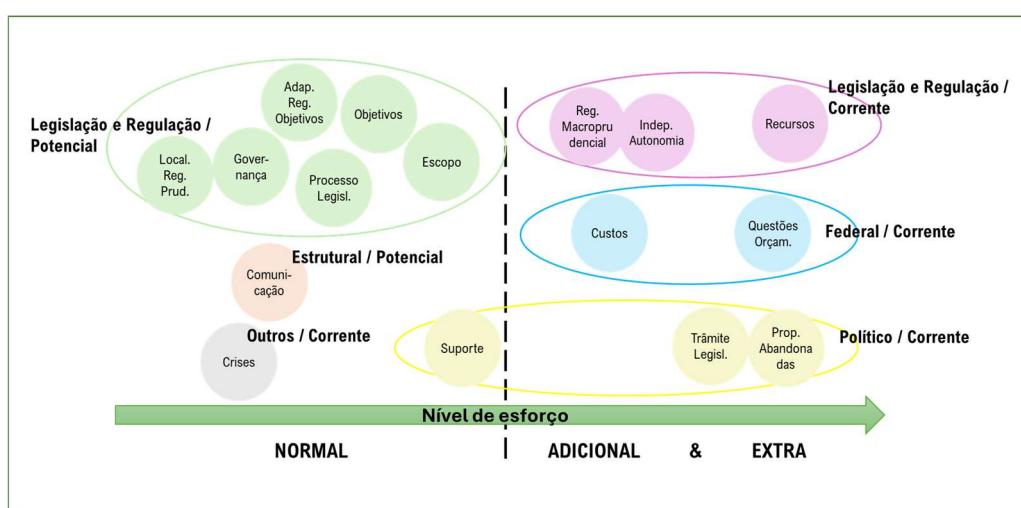
⁶⁹⁷ FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). Peer Review of Brazil - Review report. 2024. FSB, 28 nov 2024; INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil – 2024 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil. **IMF Staff Country Report**, nº 2024/209, jul. 2024.



Em síntese, nota-se uma clara divisão entre as naturezas dos desafios facilitadores e dos bloqueadores à introdução do *Twin Peaks* no Brasil (figura 3):

- Enquanto, de um lado, certas características do arcabouço legislativo / regulatório nacional, junto com algumas condições pontuais correntes tendem a criar um caminho menos complexo;
- de outro lado, os desafios que mais demandam eventuais esforços para a implementação do *Twin Peaks* são aqueles que, de forma geral, estão associados com problemas já existentes, com os temas políticos da atualidade, e com as fragilidades e questões financeiras do poder executivo nacional.

Figura 3 – Nível de esforço segundo a natureza do desafio



Adicionalmente, ao analisar os resultados do processo avaliativo utilizado neste trabalho (coluna “Consenso na Avaliação” do quadro 14), percebe-se que:

- Apesar da presença de certa subjetividade na avaliação do nível de esforço e da compreensão de que cada desafio apresenta aspectos próprios, nota-se que: (i) nenhum desafio foi classificado como “inconclusivo” (i.e.: todos obtiveram algum nível com avaliação majoritária entre os avaliadores deste estudo); e que (ii) ocorreu consenso nos julgamentos na maioria dos itens avaliados (10 dos 16), sugerindo a existência de um senso comum e de maior possibilidade que os resultados aqui propostos realmente possam representar o verdadeiro nível de esforço a ser demandado por cada desafio;
- Dentre os itens não consensuais, nota-se maior concentração naqueles considerados desafios “normais” (quatro não consensuais *versus* cinco consensuais). Este resultado revela a maior possibilidade de que os desafios considerados como “adicionais” e “extras” realmente representem obstáculos com maior grau de impacto para a eventual migração ao *Twin Peaks* no Brasil, pois nestes grupos apenas dois não obtiveram consenso entre os avaliadores, enquanto os demais cinco



foram unanimemente qualificados como demandantes de níveis acima do normal.

Em suma, é possível dizer que o arcabouço legislativo brasileiro possui solidez e que seus entes reguladores permitiriam um eventual processo de adoção do *Twin Peaks* sem níveis adicionais de esforço. Apesar disso, a existência de desafios já existentes, de situações conjunturais de cunho preponderantemente político e de limitações estruturais (sobretudo financeiras) do Governo Federal podem criar um cenário significativamente desafiador para a implementação de um novo modelo regulatório para o sistema financeiro nacional.

Quadro-resumo: Análise das Amplitudes dos Desafios

- **Nível de esforço:** **nove** foram considerados “**normais**”; **três “adicionais”** e **quatro “extras”**;
- Consenso: **houve consenso** entre os avaliadores na maioria dos itens, sobretudo naqueles que exigem níveis adicionais e extras de esforço;
- Desafios com nível de **esforço “normal”** estão em geral associados com os itens de destaque (**solidez**) da **estrutura legislativa e regulatória corrente** do Brasil;
- A **ausência de crises financeiras** e o apoio ou **falta de oposição relevante a nível público** (imprensa, associações classistas, sindicatos, ...) também são considerados “**normais**” e podem não criar maiores obstáculos para a introdução do *Twin Peaks*;
- Desafios que devem requerer **maiores níveis de esforço** para implementação do *Twin Peaks* estão associados com: **limitações estruturais** (em especial financeiras) do Governo; **questões políticas conjunturais** e **problemas já existentes** na estrutura legislativa e regulatória corrente do Brasil (falta de arcabouço macroprudencial; problemas para efetiva independência operacional e carência de recursos dos reguladores do SFN).

Fonte: elaboração própria.



VIII. CONCLUSÕES E SUGESTÕES

Conclusões:

Estruturas regulatórias, por si, não são a garantia de uma regulação eficiente. Apesar disso, são mecanismos importantes para garantir que a eficiência regulatória seja alcançada em qualquer sistema financeiro nacional.

Estas estruturas tendem a se adaptar e serem desenhadas de acordo com as características próprias de cada jurisdição e de seu processo evolutivo. Consequentemente, mudanças nas estruturas vêm ocorrendo ao longo do tempo, e, em muitos casos, como respostas às crises ou às mudanças estruturais nas indústrias financeiras global e nacionais.

Nas últimas décadas, em decorrência de questões como o aumento da complexidade e do desenvolvimento do setor financeiro, tem sido observada uma tendência de maior concentração e diminuição da quantidade de entes reguladores nas estruturas regulatórias de diversos países ao redor do mundo.

No âmbito destas estruturas mais integradas, destaca-se o modelo *Twin Peaks*, no qual há a divisão da regulação financeira entre apenas dois “picos” reguladores, cujos mandatos são direcionados por objetivos (prudencial e de conduta / proteção ao investidor) e não mais pela natureza do ente regulado.

No Brasil, o modelo atualmente em uso é preponderantemente considerado como setorial, com as responsabilidades de seus reguladores (BCB, CVM, Susep e Previc) sendo definidas pelos setores de atuação de suas entidades reguladas.

Entretanto, apesar de ser considerado, de maneira geral, como resiliente e sólido, o modelo brasileiro vem sendo desafiado pela própria evolução do sistema financeiro nacional, incluindo o incremento da opacidade entre as fronteiras clássicas dos segmentos financeiros. Como resultado, aventa-se a possibilidade de uma reforma e substituição deste modelo setorial pelo *Twin Peaks*.

Este trabalho buscou analisar e avaliar questões associadas exatamente com este hipotético cenário de migração para o *Twin Peaks*. Neste sentido, o objetivo foi elencar algumas das questões e desafios principais para a efetiva implementação de tal modelo no Brasil, partindo da premissa de que o Governo decida tentar implementar o modelo.

Adicionalmente, o estudo também almeja entender o estado atual do contexto regulatório do sistema financeiro local frente aos desafios de adoção do *Twin Peaks* e, ao fazê-lo, avaliar o grau de esforço necessário para a adaptação da estrutura regulatória brasileira ao novo modelo proposto.

Com base na literatura da área e na análise do cenário local, o estudo identificou os desafios que poderiam ser considerados como significativamente associados tanto com o *Twin Peaks* quanto com seu processo de migração. Foram



selecionados somente os temas que obedecessem a esses critérios e que, ao mesmo tempo, estivessem diretamente conectados ao cenário brasileiro.

Conforme observado em outras jurisdições, a migração para uma estrutura regulatória baseada em objetivos é uma mudança significativa e ampla. Em linha com este fato, o estudo selecionou um **leque amplo e diversificado de desafios** aos quais o Governo e a sociedade terão que se atentar, caso busquem uma eficiente implementação do *Twin Peaks* no Brasil.

Neste estudo foram selecionados os seguintes itens⁶⁹⁸: (i) escopo dos reguladores; (ii) objetivos, responsabilidades e atividades reguladoras; (iii) governança; (iv) localização do regulador prudencial; (v) localização da regulação macroprudencial; (vi) Independência operacional e autonomia; (vii) adaptação à regulação baseada em objetivos; (viii) recursos; (ix) custos; (x) comunicação; (xi) elementos fáticos: processo legislativo; (xii) elementos fáticos: trâmite legislativo no Parlamento (atual); (xiii) elementos fáticos: questões orçamentárias; (xiv) elementos fáticos: identificação de propostas abandonadas e fatores determinantes; (xv) elementos fáticos: suporte e vontade política; (xvi) elementos fáticos: crises financeiras (externas e internas).

A análise subsequente destes desafios em comparação à conjuntura e estrutura atual existente no cenário brasileiro traz importantes conclusões quanto ao nível de esforço que deverá ser depreendido pelo Governo em seu projeto de substituição do atual modelo setorial pelo *Twin Peaks* no Brasil⁶⁹⁹.

Primeiro, percebe-se que a **resiliência e robustez do modelo setorial corrente, bem como das estruturas jurídicas e legislativas nacionais, criam uma base sólida para absorção de eventuais mudanças e adaptações**. Sendo assim, uma parte significativa (sete) dos 16 desafios elencados poderiam ser eficientemente administrados, com o uso e adaptações destas estruturas e processos já existentes. Adicionalmente, a ausência de crises (internas e externas) e o baixo nível de oposição corrente ao modelo *Twin Peaks*, bem como o reduzido grau de influência dos atores mais diretamente impactados também criam um ambiente menos desafiador para a adoção desta nova estrutura regulatória.

Por outro lado, devido à amplitude e complexidade de uma mudança como essa, **diversos desafios** (sete) apresentam trazer **obstáculos mais complexos e podem impactar negativamente tanto a migração quanto a própria eficiência do *Twin Peaks* no cenário brasileiro**.

Observa-se, nesse grupo, que todos seus sete elementos possuem natureza “corrente”, isto é, são desafios já existentes para modelos regulatórios e eventuais propostas de mudanças deles. Tal fato sugere a existência de **riscos**

⁶⁹⁸ Apesar de inicialmente formarem uma lista de onze itens, um dos desafios, “Elementos Fáticos”, foi subdividido em seis itens, fazendo com que o total dos desafios individualmente analisados chegassem a dezesseis.

⁶⁹⁹ Cabe lembrar que, sendo uma mudança de impacto elevado, o esforço considerado “normal” já é, por si, um nível de esforço significativo, semelhante a outros projetos de mudanças amplas e estruturais a nível federal.



associados ao *timing* de uma possível migração rumo ao *Twin Peaks*. Em razão da gravidade do esforço requerido, soma-se a questão do “momento”; ou seja, todos são itens que podem requerer certa urgência para seu cumprimento (p.ex.: “recursos”) ou enfrentamento (p.ex.: “trâmite legislativo”).

Dois deles (“custos” e “elementos fáticos: questões orçamentárias”) estão mais associados à própria fragilidade corrente do Governo em termos financeiros. Não obstante, entende-se que esses desafios estariam dentro de um certo grau de discricionariedade do poder Executivo, cabendo-lhe eleger (ou não) a migração ao *Twin Peaks* como uma das suas prioridades estratégicas. Isto é, mesmo com restrições, o projeto de migração poderia, na disputa pelos limitados recursos federais, ser priorizado, potencialmente em detrimento de outros projetos governamentais.

Além disso, também foram avaliados como demandantes de elevados níveis de esforços, três itens que, de forma geral, estão associados a problemas já perceptíveis e impactantes na estrutura regulatória nacional (“localização da regulação macroprudencial”; “independência operacional e autonomia”; e “recursos”). Tais desafios requerem, obviamente, distintos níveis de atuação e estratégias de implementação por parte do Estado. Porém, em razão dos riscos que trazem para a eficiência de qualquer estrutura regulatória, inclusive a atual, são considerados como limitadores significativos para a eventual eficiência do *Twin Peaks* brasileiro.

Por último, foi percebida a existência de dois desafios que possuem natureza fortemente política e conjuntural (“elementos fáticos: “trâmite legislativo no Parlamento (atual)” e “elementos fáticos: identificação de propostas abandonadas e fatores determinantes”), bem como significativo poder de impactar, no curto-prazo, a implementação do *Twin Peaks* no Brasil. Nesses casos, entende-se pela necessidade de um esforço substancial (“extra”) por parte do Governo, especialmente de natureza política, caso deseje enfrentá-los no contexto atual.

Em resumo, na hipótese de se decidir pela adoção total do *Twin Peaks* no período atual no Brasil, conclui-se que, apesar de ter uma base regulatória e legislativa sólida, o cenário brasileiro também apresenta diversos e amplos desafios com tendência a dificultar (e até mesmo inviabilizar) este projeto de mudança. Por isso, requer, em contrapartida, níveis adicionais e extras de esforço para sua eventual realização.



Quadro-resumo das conclusões

- **Resiliência e robustez do modelo setorial corrente**, bem como das **estruturas jurídicas e legislativas nacionais**, criam uma **base sólida** para absorção de eventuais **mudanças e adaptações**.
- **Diversos desafios** aparentam trazer **obstáculos mais complexos** e podem **impactar negativamente** tanto a migração quanto a própria eficiência do *Twin Peaks* no cenário brasileiro;
- Percebe-se, entre eles, o **risco do timing** da mudança, visto que todos são classificados como “correntes”.

Fonte: elaboração própria.



Sugestões:

O intuito deste estudo é apontar os principais desafios relacionados à eventual introdução do *Twin Peaks* no Brasil. Ele não ambiciona formular estratégias ou alternativas de ação para mitigar tais desafios. Entende-se que a escolha dos caminhos seja uma decisão vinculada às escolhas políticas e sociais, influenciada por motivações estratégicas da própria Nação.

Assim mesmo, os achados do estudo possibilitam a identificação de itens de atenção (mencionados anteriormente), para os quais, em alguns casos, surgem opções estratégicas de natureza mais geral que poderiam ser aplicadas no caso brasileiro.

Destaca-se, como observado anteriormente, a questão do desafio do *timing* da eventual implementação do novo modelo no Brasil. Diversos fatores⁷⁰⁰ apontam para o risco de uma eventual migração rápida e no curto-prazo para o *Twin Peaks* no caso brasileiro. Decerto, tais desafios conjunturais, caso sejam tomados em consideração, levariam a algumas opções estratégicas de postergar ou fasear a implementação do modelo no Brasil.

Em qualquer dos casos (postergação ou faseamento), haveria mais tempo para o Governo “arrumar a casa” e preparar alicerces mais sólidos para a adoção do novo modelo. Neste tempo “adicional”, diversos desafios poderiam ser endereçados, criando um ambiente mais propício para garantir a maior eficiência do modelo *Twin Peaks* quando este viesse, de fato, a ser implementado, tais como:

- O fortalecimento dos atuais reguladores;
- Eventuais revisões e mitigação de bloqueadores das autonomias dos futuros “picos” do modelo;
- A maior participação e, consequentemente, comprometimento de outros atores no processo;
- O planejamento e a implementação de estratégias efetivas de informação e comunicação; e
- A definição e a implementação de arcabouços fundamentais para a estratégia regulatória do SFN (e.g.: regulação macroprudencial e de resolução especial).

De forma geral, estes itens estão relacionados com três desafios, “Localização da regulação macroprudencial”, “Independência operacional e autonomia” e “Recursos”, todos classificados como de natureza legislativa / regulatória - corrente.

⁷⁰⁰ Como, por exemplo: (i) a própria complexidade e amplitude da migração de um modelo setorial para um modelo regulador baseado em objetivos; (ii) o baixo nível de comprometimento no caso de não inclusão de mais *stakeholders* no processo de debate e decisão; (iii) a carência atual de recursos dos reguladores do SFN nacional; e (iv) o momento político (represamento das propostas de mudança e proximidade do ano eleitoral).



Em casos nos quais existem diversos desafios relevantes a serem enfrentados simultaneamente, como no cenário atual brasileiro, a solução pela introdução faseada pode se tornar uma interessante alternativa estratégica, como visto na África do Sul, que estabeleceu um planejamento em etapas para a migração de seu modelo regulador rumo ao *Twin Peaks*.

Percebe-se, igualmente, que uma eventual implementação gradual do modelo no Brasil também já foi comunicada e defendida por distintas personalidades e entidades envolvidas com o tema⁷⁰¹.

No caso brasileiro, vale ainda realçar dois fatores adicionais, que serviram como facilitadores para uma eventual migração com prazos mais largos:

- **a ausência de crises financeiras relevantes (externas e/ou internas) no curto-prazo:** visto que a existência de crises financeiras é um dos principais motivos para alterações em estruturas regulatórias, sua ausência no curto-prazo diminuiria o nível de urgência e de pressões para mudanças do atual modelo vigente no país, facilitando uma eventual transição mais prolongada. Mesmo no caso do risco de incremento das atuais crises internas⁷⁰² (ou surgimento de novas), eventuais ações preparatórias por parte do Governo, como o fortalecimento no curto-prazo dos atuais reguladores nacionais, seriam benéficas não somente para a introdução do futuro modelo como também atuariam na mitigação ou prevenção destas crises;
- **a resiliência e o desempenho do modelo regulador atual do sistema financeiro nacional:** o modelo de supervisão e regulação e o próprio sistema financeiro brasileiro vem sendo avaliado como sólido por diversas organizações internacionais⁷⁰³. Desta forma, entende-se que o mesmo poderia seguir sendo utilizado por mais algum tempo, o que também facilitaria a estratégia de transição mais prolongada para o *Twin Peaks*.

Decerto, a decisão sobre a forma de implementação e transição (rápida ou prolongada/faseada) entre o modelo corrente e o *Twin Peaks* seria uma decisão

⁷⁰¹ Por exemplo, a implementação gradual é observada como uma eventual forma de lidar com a complexidade da mudança proposta e é defendida, dentre outros, por Otavio Yazbek e já vem sendo avaliada como uma alternativa no próprio Ministério da Fazenda. Ver; PIMENTA, Guilherme, OTTA, Lu Aiko; EXMAN, Fernando; JUBÉ, Andrea; TONET, Caetano. Fazenda planeja transformar BC e CVM em super-reguladores do mercado. *Valor Econômico*, 17 jul. 2024; OTTA, Lu Aiko; PIMENTA, Guilherme. É importante discutir que modelo de regulação queremos para o país, diz Marcos Pinto. *Valor Econômico*, 05 ago. 2024.

⁷⁰² Mencionadas no item “VII.1.11.2.7 Crises”.

⁷⁰³ Elogios ao desempenho do modelo corrente nacional podem ser encontrados nas avaliações de órgãos internacionais, como o FSB e o FMI. Por exemplo, pode-se citar elogios : (i) à resiliência do setor financeiro nacional. Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil – 2024 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil. **IMF Staff Country Report**, n. 2024/209, jul. 2024; (ii) ao fortalecimento da regulação e supervisão de fundos de investimento. Ver: FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). **Peer Review of Brazil - Review report**. 2024. FSB, 28 nov 2024; e (iii) à qualidade e completude da estrutura do modelo de supervisão do SFN. Ver: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil: Financial System Stability Assessment. **IMF Staff Country Report**, n. 18/339, Washington, DC, 2018.



baseada em fatores mais amplos e de acordo com a estratégia e vontade política do Governo brasileiro. Porém, assim como os achados aqui expostos sugerem a existência de menores riscos no caso de uma **adoção mais prolongada**, o estudo também vê algumas opções relevantes para a estratégia de adoção do *Twin Peaks* no Brasil:

- **A ampliação do debate:** como não existe um modelo único e toda estrutura regulatória deve estar baseada na realidade e nos objetivos regulatórios gerais do país, a participação mais ampla de atores relevantes pode levar ao encontro de soluções mais eficientes, além de incrementar o comprometimento e aceitação geral da proposta final⁷⁰⁴;
- **O levantamento prévio e endereçamento de todos os desafios:** para garantir maior eficiência na implementação do novo modelo, sugere-se buscar uma ampla compreensão de todos os seus desafios, bem como a proposição de estratégias para o enfrentamento individual e coletivo deles. Este estudo buscou, de forma não exaustiva, mapear os principais desafios especificamente ou significativamente associados a uma eventual migração ao *Twin Peaks* no Brasil. Além da reavaliação desta lista, sugere-se a inclusão de outros desafios mais gerais e que não fizeram parte do escopo deste trabalho. Adicionalmente, seria interessante a geração de propostas de estratégias para cada um dos desafios listados, bem como também para seu enfrentamento coletivo (visto as relações que eles possuem entre si), incluindo-se também estudos dos impactos destas mudanças regulatórias (AIRs);
- **Mitigação ou solução de problemas correntes que impactam o desempenho regulatório do sistema financeiro nacional:** como já mencionado anteriormente, indistinto da migração para outro modelo regulatório, o sistema regulador financeiro local enfrenta desafios correntes que devem ser endereçados para garantir seu adequado funcionamento e, paralelamente, facilitarem uma eficiente migração na direção do *Twin Peaks*. Questões como a carência de recursos dos atuais reguladores e a ausência da definição de arcabouços regulatórios em áreas críticas da supervisão, como a regulação macroprudencial, impactam negativamente não apenas o desempenho regulatório atual, mas podem também gerar grandes obstáculos para a migração e desempenho futuro do *Twin Peaks* nacional.

⁷⁰⁴ Como exemplo, no caso australiano, a formulação do Relatório Wallis contou com a participação de diversos *stakeholders* da sociedade e do sistema financeiro australiano, incluindo: (i) a formação de um comitê multidisciplinar, chefiado pelo presidente do Conselho de Negócios, Stan Wallis, e por outros representantes de empresas de consultoria, representantes do Governo e acadêmicos; (ii) mais de 400 submissões recebidas (iniciais e complementares) de diversas entidades, como o RBA e a *Australian Competition and Consumer Commission*, autoridades e especialistas; (iii) debates em diversos locais, como por exemplo em 29/11/1996 na Conferência sobre Money and Finance (University of Melbourne, Ballarat); (iv) consultas públicas sobre o *Discussion Paper*; (v) reuniões com um grande número de entidades e pessoas, tanto na Austrália quanto no exterior; e (vi) utilização de consultores para temas mais específicos, como Stephen Cavanagh da Blake Dawson Waldron para aconselhamento sobre leis de crédito ao consumidor. Para maiores detalhes, ver: AUSTRALIAN GOVERNMENT (1997), p.4 e Apêndices B e C.



Quadro-resumo das sugestões

- Uso de uma estratégia de implementação com prazos mais largos, permitindo melhor enfrentamento dos desafios adicionais e extras, todos de natureza “corrente”;
- Outras sugestões: (i) A ampliação do debate; (ii) levantamento prévio e endereçamento de todos os desafios; (iii) mitigação ou solução de problemas correntes que impactam o desempenho regulatório do sistema financeiro nacional.

Fonte: elaboração própria.



BIBLIOGRAFIA

ABCRIPTO *et al.* **Carta aberta em apoio à valorização institucional da Comissão de Valores Mobiliários - CVM.** Julho de 2025. Disponível em: <https://cdn-sites-assets.mziq.com/wp-content/uploads/sites/412/2025/08/Carta-Aberta-Entidades-com-Manifesto-CVM-PREVIC-e-SUSEP-20250731-1.pdf>. Acesso em: 10 out. 2025.

AGÊNCIA BRASIL. Já é possível se cadastrar no Pix, novo meio de transferência bancária. **Agência Brasil**, Brasília, 5 out. 2020. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/radioagencia-nacional/economia/audio/2020-10/ja-e-possivel-se-cadastrar-no-pix-novo-meio-de-transferencia-bancaria>. Acesso em: 6 jul. 2025.

AGÊNCIA CÂMARA DE NOTÍCIAS. **Entra em vigor lei que regulamenta setor de criptomoedas no Brasil.** Câmara dos Deputados, 22 dez. 2022. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/931195-entra-em-vigor-lei-que-regulamenta-setor-de-criptomoedas-no-brasil/>. Acesso em: 08 out. 2025.

AGÊNCIA CÂMARA DE NOTÍCIAS. Sancionada lei que reajusta salários de servidores do Poder Executivo federal. Agência Câmara de Notícias, 03 jun. 2025. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/1165713-SANCIONADA-LEI-QUE-REAJUSTA-SALARIOS-DE-SERVidores-DO-PODER-EXECUTIVO-FEDERAL>. Acesso em: 09 out. 2025.

AGÊNCIA NACIONAL DE AVIAÇÃO CIVIL (ANAC). Cortes orçamentários nos serviços prestados pela Anac. **Anac**, pub. 27 jun. 2025 (atualizado em 30 jun. 2025). Disponível em: <https://www.gov.br/anac/pt-br/noticias/2025/cortes-orcamentarios-nos-servicos-prestados-pela-anac>. Acesso em: 22 ago. 2025.

ALRC - AUSTRALIAN LAW REFORM COMMISSION. Confronting Complexity: Reforming corporations and financial services legislation. ALRC, nov. 2023.. Disponível em: <https://www.alrc.gov.au/wp-content/uploads/2024/01/ALRC-FSL-Final-Report-141.pdf>. Acesso em: 10 out. 2025.

ALVARES, Jefferson. Poderes macroprudenciais para o BC, um avanço necessário. **Valor Econômico**, 27 jun. 2025. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/poderes-macroprudenciais-para-o-bc-um-avanco-necessario.ghtml>. Acesso em: 27 jul. 2025.

ANDRADE, Rafael. PCC, lavagem de dinheiro e fundos exclusivos: onde estavam os gatekeepers?. **Jota**, 04 set. 2025. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/pcc-lavagem-de-dinheiro-e-fundos-exclusivos-onde-estavam-os-gatekeepers>. Acesso em: 12 set. 2025.

APEX. South Africa Classifies Crypto Assets as a financial product. **Apex**, regulatory tracker, out. 2022. Disponível em:



<https://www.apexgroup.com/insights/south-africa-classifies-crypto-assets-as-a-financial-product/>. Acesso em: 04 set. 2025.

AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY (APRA). **Accountability and reporting.** APRA, 2025. Disponível em: <https://www.apra.gov.au/accountability-and-reporting>. Acesso em: 10 out. 2025.

AUSTRALIA SECURITIES & INVESTMENTS COMMISSION (ASIC). **Annual Report - 2023-2024.** Asic, out. 2024. Disponível em: https://download ASIC.gov.au/media/nwridckz/asic-annual-report-2023-24_full.pdf. Acesso em: 02 out. 2025.

AUSTRALIA SECURITIES & INVESTMENTS COMMISSION (ASIC). **Managed investment schemes.** Asic, 2025. Disponível em: <https://www ASIC.gov.au/regulatory-resources/managed-funds/managed-investment-schemes/>. Acesso em: 14 out. 2025.

AUSTRALIA SECURITIES & INVESTMENTS COMMISSION (ASIC); RESERVE BANK OF AUSTRALIA. **Memorandum of Understanding The Australian Securities and Investments Commission and the Reserve Bank of Australia.** 20 mar. 2025. Disponível em: <https://www rba.gov.au/media-releases/2002/mr-02-08.html>. Acesso em: 14 out. 2025.

AUSTRALIA. **Australian Securities and Investments Commission Act 2001 - SECT 12AA Cooperation with APRA.** Asic, 2001. Disponível em: http://www6 austlii edu au/cgi-bin/viewdoc/au/legis/cth/consol_act/asaica2001529/s12aa.html. Acesso em: 02 out. 2025.

AUSTRÁLIA. **Australian Prudential Regulation Authority Act 1998.** Canberra: Federal Register of Legislation, versão de 29 jun. 1998. Disponível em: <https://www legislation gov au/C2004A00310/asmade/text>. Acesso em: 28 set. 2025.

AUSTRÁLIA. **Australian Securities Commission Act 1989.** Australia, 1989. Disponível em: https://classic austlii edu au/au/legis/cth/num_act/asca1989364/. Acesso em: 28 set. 2025.

AUSTRÁLIA. **Australian Securities Commission Act 1989.** Seção 3. Australia, 1989. Disponível em: https://www austlii edu au/cgi-bin/viewdoc/au/legis/cth/num_act/asca1989364/s3.html. Acesso em: 28 set. 2025.

AUSTRÁLIA. **Final Report of the Royal Commission into Misconduct in the Banking, Superannuation and Financial Services Industry.** Austrália, 2019. Disponível em: <https://treasury gov au/publication/p2019-fsrc-final-report>.



AUSTRÁLIA. Financial System Inquiry – Interim Report. Austrália, 2014. Disponível em: <https://treasury.gov.au/sites/default/files/2019-03/p2014-fsi-interim-report.pdf>. Acesso em: 08 out. 2025.

AUSTRALIA. HIH Royal Commission. **The failure of HIH Insurance**. Canberra: Commonwealth of Australia, 2003. Disponível em: <https://nla.gov.au/nla.obj-2131685681>. Acesso em: 10 out 2025.

AUSTRALIA. Parliament of Australia. **Inquiry into the collapse of Trio Capita**. Canberra: Commonwealth of Australia, 16 maio 2012. Disponível em: https://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Committees/Joint/Corporations_and_Financial_Services/Completed_inquiries/2010-13/trio/report/index. Acesso em: 10 out 2025.

AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY. **Glossary**. APRA, 2025. Disponível em: <https://www.apra.gov.au/glossary>. Acesso em: 03 out. 2025.

AUSTRALIAN TREASURY. Financial System Inquiry (1996) Final Report. Canberra: Australian Treasury, 01 mar. 1997.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **A Estabilidade Financeira e a Supervisão Macro-Microprudencial**. Brasília: BCB, 27 mar. 2025. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/noticiablogbc/30/noticia>. Acesso em: 12 jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Agenda de Pesquisa do Sistema Financeiro Nacional**. BCB, s/d. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/publicacoes/agenda_pesq_sfn. Acesso em: 23 set. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). BC aprova medidas para reforçar a segurança do Sistema Financeiro Nacional. **BCB**, 05 set. 2025. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/20827/nota>. Acesso em: 12 set. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Comitê de Estabilidade Financeira (Comef)**. BCB, s.d. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/comef>. Acesso em: 16 abr. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Diretório de Identificadores de Contas Transacionais (DICT)**. Brasília, s.d. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/dict>. Acesso em: 6 jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **MSU – Manual da Supervisão**. Documento disponibilizado em 15/09/2009 – Atualizado em 11/07/2025. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/gmn/visualizacao/listarDocumentosManualPublico.do?method=visualizarDocumentoInicial&itemManualId=12159>. Acesso em: 25 de mar. 2025.



BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de gestão Pix 2023.** Brasília: Banco Central do Brasil, 2024. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/pix/relatorio_de_gestao_pix/relatorio_gestao_pix_2023.pdf. Acesso em: 6 jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório Integrado do Banco Central 2021.** BCB, 2022. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/rig/rig_2021.pdf. Acesso em 16 de setembro de 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório Integrado do Banco Central 2024.** BCB, 2025. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/rig/RIG_2024.pdf. Acesso em 16 de setembro de 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI).** Brasília, s.d. Disponível em: bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sistemapagamentosinstantaneos. Acesso em: 6 jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB); COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Convênio que entre si celebraram o Banco Central do Brasil (BCB) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com vistas ao intercâmbio de informações, à articulação e à coordenação de atividades comuns, conjuntas ou correlatas.** 25 abr. 2014. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/BancoCentral.PDF>. Acesso em: 25 abr. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Nota Técnica nº 38, de 2003: Reestruturação do Sistema Bancário Brasileiro.** Brasília, 2003. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2003nt38reestrutbancbrasilp.pdf>. Acesso em: 6 jul. 2025.

BANK OF ENGLAND. **Competitiveness and growth: Embedding the Prudential Regulation Authority's new secondary objective** - A report on both of the Prudential Regulation Authority's secondary objectives, covering the period from September 2023 to June 2024. BoE, PRA, jul. 2024. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/report/scgo-report.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2025.

BANK OF ENGLAND. **Competitiveness and growth: the PRA's second report.** BoE, 26 jun. 2025. Disponível em: [https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2025/june/pras-secondary-competitiveness-and-growth-objectives-report-2024-25#:~:text=The%20PRA%20also%20has%20another,regulated%20activities%20\(the%20SCO](https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2025/june/pras-secondary-competitiveness-and-growth-objectives-report-2024-25#:~:text=The%20PRA%20also%20has%20another,regulated%20activities%20(the%20SCO). Acesso em: 03 out. 2025.



BANK OF ENGLAND. Financial Policy Committee - Overview. BoE, 2025. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/about/people/financial-policy-committee>. Acesso em: 08 out. 2025.

BANK OF ENGLAND. Financial Services and Markets Act 2000: Memorandum of Understanding between the Financial Conduct Authority and the Bank of England, including the Prudential Regulation Authority. BoE, mar. 2015. Disponível em: https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a81a77b40f0b62305b901f9/MoU_between_FCA_BOE_and_PRA_March_2015_web.pdf. Acesso em: 08 out. 2025.

BANK OF ENGLAND. Prudential Regulation Authority - The Prudential Regulation Authority's approach to policy. Discussion Paper DP4/22, set. 2022. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/discussion-paper/2022/dp422.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2025.

BANK OF ENGLAND. Speech - Remarks given by Paul Tucker, Deputy Governor, Financial Stability, Bank of England. Turner Review Conference, The Queen Elizabeth II Conference Centre, London, 27 mar. 2009. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2009/turner-review-conference.pdf>. Acesso em: 08 out. 2025.

BANK OF ENGLAND. The adequacy of PRA resources and the independence of PRA functions: report from the Prudential Regulation Committee to the Chancellor of the Exchequer under paragraph 19 of Schedule 6A to the Bank of England Act 1998 (as amended): period covered: 1 March 2017 – 28 February 2018. BoE, mar. 2018. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/report/report-adequacy-of-pra-resources-and-independence-of-pra-functions-march-2018.pdf>. Acesso em: 12 ago. 2025.

BANK OF ENGLAND; FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. Memorandum of Understanding between the Financial Conduct Authority (FCA) and the Prudential Regulation Authority (PRA). London: Bank of England; FCA, 18 jul. 2019. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/memoranda-of-understanding/fca-and-pra.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2025.

BANK OF ENGLAND; FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). Memorandum of Understanding between the Financial Conduct Authority and the Bank of England. London: Bank of England; FCA, 2 jul. 2019. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/memoranda-of-understanding/update-on-the-boe-and-fca-mou.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2025

BARCELLOS, Thaís. BC quer expandir poder de regulação para alcançar fundos de investimento. **O Globo**, 20 fev. 2025. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2025/02/20/bc-quer-expandir-poder>



de-regulacao-para-alcançar-fundos-de-investimento.ghtml. Acesso em: 25 mar. 2025.

BARCELLOS, Thaís; GONÇALVES, Eduardo; TEÓFILO, Sarah. Por que as fintechs, como as usadas pelo PCC, têm regulação menor do Banco Central?. **O Globo**, 28 ago. 2025. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/financas/noticia/2025/08/28/por-que-as-fintechs-como-as-usadas-pelo-pcc-tem-regulacao-menor-do-banco-central.ghtml>. Acesso em: 25 mar. 2025.

BARCELLOS, Thaís; MARZULLO, Luísa; VENTURA, Manoel. Texto não é mais problema para o governo aprovar isenção de IR até R\$ 5 mil: tensão no Congresso é o que preocupa. **O Globo**, 23 set. 2025. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/imposto-de-renda/noticia/2025/09/19/texto-nao-e-mais-problema-para-o-governo-aprovar-isencao-de-ir-ate-r-5-mil-tensao-no-congresso-e-o-que-preocupa.ghtml>. Acesso em: 19 set. 2025.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS). Core principles for effective banking supervision. **Bank for International Settlements**, set. 2012. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bcbs230.htm>. Acesso em: 23 set. 2025.

BLACK, Julia. Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation. LSE Law, Society and Economy Working Papers 13/2008. Disponível em: <https://www.lse.ac.uk/law/research/working-paper-series/2007-08/WPS2008-13-Black.pdf>. Acesso em 08 out. 2025.

BLACK, Julia. The development of risk based regulation in financial services: Canada, the UK and Australia. ESRC Centre for the Analysis of Risk and Regulation Research Report, 2004.

BRAGA, Ricardo de João. Executivo versus Congresso: qual é a crise?. **Congresso em Foco**, 18 ago. 2025. Disponível em: <https://www.congressoemfoco.com.br/coluna/110998/executivo-versus-congresso-qual-e-a-crise>. Acesso em 10 out. 2025.

BRASIL. Controladoria-Geral da União. Diagnóstico da capacidade institucional para regulação: Programa de Aprimoramento da Qualidade da Regulação Brasileira – QualiREG. Brasília: CGU, 2022, p.19/20.

BRASIL. Desenrola Brasil: renegociações com bancos atingem R\$ 2,5 bilhões em duas semanas. **Brasil**, 31 jul. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/pt-br/noticias/financas-impostos-e-gestao-publica/2023/07/desenrola-brasil-renegociacoes-com-bancos-atingem-r-2-5-bilhoes-em-duas-semanas>. Acesso em: 10 out. 2025.

CALVO, Daniel; CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; PASCUAL GUTIÉRREZ, Oscar. Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis? **FSI Insights**, n. 8, 30 abr. 2018. Disponível em: <https://www.bis.org/fsi/publ/insights8.htm>. Acesso em: 23 set. 2025.



CARBONAR, Alberto. Como o Congresso navegará as pautas prioritárias em 2025?. **Jota**, 11 mar. 2025. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/como-o-congresso-navegara-as-pautas-prioritarias-em-2025>. Acesso em 09 out. 2025.

CARMICHAEL, Jeffrey. Summary of the Discussion. In: Carmichael, Jeffrey; ALEXADER, Fleming; LLEWELLYN, David T. (org.). **Aligning financial supervisory structures with country needs**. Washington: World Bank Publications, 2004. Disponível em: <https://documents.worldbank.org/pt/publication/documents-reports/documentdetail/320131468763789686/aligning-financial-supervisory-structures-with-country-needs>. Acesso em: 23 set. 2025.

CARMICHAEL, Jeffrey. Reflections on Twenty Years of Regulation under Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. P. 32-50.

CASADO José. Opções de Lula: confronta o Congresso no STF ou renegocia tudo. **Veja**, 26 jun. 2025. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/coluna/jose-casado/opcoes-de-lula-confronta-o-congresso-no-stf-ou-renegocia-tudo/>. Acesso em: 19 set. 2025.

CHITIMIRA, H.; MAVHURU, L. A comparative analysis of the design and implementation of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and Australia. **PER / PELJ**, v. 27, 2024. DOI: <http://dx.doi.org/10.17159/1727-3781/2024/v27i0a17256>.

CIHÁK, Mr Martin; PODPIERA, Richard. Is one watchdog better than three? International experience with integrated financial sector supervision. **IMF Working Papers**, n. 2006/057, 2006. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0657.pdf>. Acesso em 23 set. 2025.

CMVM. Reforma do modelo de supervisão financeira. CMVM, dez. 2017. Disponível em: <https://www.lexpoint.pt/Fileget.aspx?FileId=25574>. Acesso em: 22 ago. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Comunicado ao Mercado nº 07/2017. Brasília: CVM, 28 jun. 2017. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2017/comunicado-ao-mercado-n-07-2017-5ccb3bb8aab24938aa78c577bf62994d>. Acesso em: 15 set. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Ofício nº 39/2024/CVM/PTE. CVM, abr. 2024. Disponível em: https://dhq1h5j42swfq.cloudfront.net/2024/05/01150739/sei_cvm-2026031-oficio-oficiocvm_pte_2024_039.pdf. Acesso em: 10 abr. 2025



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Parecer do Comitê de Termo de Compromisso – Processo Administrativo CVM nº 19957.000589/2024-51.** CVM, 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2024/20240709-pa-cvm-19957-000589-2024-51-parecer-comite-de-termo-de-compromisso.pdf>. Acesso em: 22 jun. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Relatório de Gestão 2024.** CVM, 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-gestao-2024.pdf/view>. Acesso em: 10 abr. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM); SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS (SUSEP). **Convênio que entre si celebram a Comissão de Valores Mobiliários e a Superintendência de Seguros Privados, relativo à ação coordenada de suas atividades de supervisão, bem como ao intercâmbio de informações e outras atividades correlatas.** 04 abr. 2006. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/SUSEP.pdf>. Acesso em: 25 abr. 2025.

CONLON, Thomas; HUAN, Xing. Scaling the twin peaks: Systemic risk and dual regulation. **Economics Letters**, v. 178, p. 98-101, 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3340174>. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3340174>. Acesso em: 23 set. 2025.

CONSELHO DE CONTROLE DE ATIVIDADES FINANCEIRAS. **O que faz o Coaf?** Brasília: Coaf, maio 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/coaf/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/publicacoes-do-coaf-1/Oquefazocoaf.pdf>. Acesso em: 11 ago. 2025.

COTIAS, Adriana. Governo deixa de arrecadar R\$ 40 bilhões por ano com títulos isentos de IR, diz Marcos Pinto. **Valor Econômico**, 09 set. 2025. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2025/09/09/governo-deixa-de-arrecadar-r-40-bilhoes-por-ano-com-titulos-isentos-de-ir-diz-marcos-pinto.ghtml>. Acesso em: 16 set. 2025.

COUNCIL OF FINANCIAL REGULATORS. About. CFR, 2025. Disponível em: <https://www.cfr.gov.au/about.html>. Acesso em: 7 abr. 2025.

COUNCIL OF FINANCIAL REGULATORS. Organization. CFR, 2025. Disponível em: <https://www.cfr.gov.au/about/organisation.html>. Acesso em: 7 abr. 2025.

COUNCIL OF FINANCIAL REGULATORS. **Financial Market Infrastructure.** CFR, 2025. Disponível em: <https://www.cfr.gov.au/financial-market-infrastructure.html#:~:text=Both%20the%20Australian%20Prudential%20Regulation,working%20group%20on%20FMI%20issues>. Acesso em: 7 abr. 2025.

DA SILVA, Ana Carolina Mello Pereira. Coordenação Regulatória no Sistema Financeiro Nacional e Análise da Lei nº 14.210/2021. **Revista da Procuradoria-**



Geral do Banco Central, v. 16, n. 1, p. 37-52, 2022. DOI: <https://doi.org/10.58766/rpgbcb.v16i1.1151>.

DANTAS, Dimitrius. Bolsonaro admite que reformas não devem avançar em 2022: 'Nesses anos de eleição, não tem negociação'. **O Globo**, 10 jan. 2022. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/bolsonaro-admite-que-reformas-nao-devem-avancar-em-2022-nesses-anos-de-eleicao-nao-tem-negociacao-1-25348925>. Acesso em: 19 set. 2025.

DE LIMA, A. B. Estado, educação e controle social: introduzindo o tema. **Revista Brasileira de Política e Administração da Educação**, v. 25, n. 3, 2011. DOI: 10.21573/vol25n32009.19661.

DE LUNA-MARTINEZ, José; ROSE, Thomas Gerrit. International Survey of Integrated Financial Sector Supervision. **World Bank Policy Research Working Paper** 3096, 8 jul. 2003. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=636458>. Acesso em: 08 out. 2025.

DE MIRANDA ATAÍDE, Fabrício; BRITO, Juliana Kirmse Mendonça Batista. Projeto de Lei Complementar (PLP) 281/2019-Resolução de conflitos das instituições financeiras. **Boletim Economia Empírica**, v. 2, n. 8, 2021. Disponível em: <https://www.portaldeperiodicos.idp.edu.br/bee/article/view/5694>. Acesso em: 29 set. 2025.

DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ASSESSORIA PARLAMENTAR (DIAP). Novo texto da PEC 65/23 ameaça autonomia do BC, denuncia Sinal. **DIAP**, 01 set. 2024. Disponível em: <https://www.diap.org.br/index.php/noticias/noticias/91983-novo-texto-da-pec-65-23-ameaca-autonomia-do-bc-denuncia-sinal>. Acesso em: 30 jun. 2025.

DERVAN, Helen; JENSEN, Simon. Twin Peaks Financial Regulation in New Zealand. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. p. 93-114.

DORNELAS, Larissa Naves Deus. PEC 65/2023 e a negligenciada relação entre Banco Central e Tesouro Nacional. **Brazilian Keynesian Review**, v. 10, n. 2, p. 471-488, 2024. DOI: 10.33834/bkr.v10i2.384.

EDITORIAL. Faltam recursos a BC e CVM para coibir lavagem de dinheiro. **Valor Econômico**, 10 set. 2025. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/faltam-recursos-a-bc-e-cvm-para-coibir-lavagem-de-dinheiro.qhtml>. Acesso em: 12 set. 2025.

ESTADÃO CONTEÚDO. Às vésperas dos 4 anos do Pix, BC normatiza plantões de servidores para monitorar sistema 24h. **Istoé Dinheiro**, 29 out. 2024. Disponível em: <https://istoeedinheiro.com.br/as-vesperas-dos-4-anos-do-pix-bc-normatiza-plantoes-de-servidores-para-monitorar-sistema-24h>. Acesso em: 09 set. 2025.



ESTADÃO CONTEÚDO. Custo para manter Pix em operação é de US\$ 10 milhões por ano, diz Campos Neto. **InfoMoney**, 03 out. 2024. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/economia/custo-para-manter-pix-em-operacao-e-de-r-10-milhoes-por-ano-diz-campos-neto/>. Acesso em: 6 jul. 2025.

ESTADÃO CONTEÚDO. Pacheco defende reformas tributária e administrativa mesmo em ano eleitoral. **InfoMoney**, 02 fev. 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/politica/pacheco-defende-reformas-tributaria-e-administrativa-mesmo-em-ano-eleitoral/>. Acesso em: 6 jul. 2025.

FERNANDES, Adriana; OLIVEIRA, Tháisa. CVM enfrenta crise com diretoria desfalcada, pressões políticas e casos polêmicos. **Folha de São Paulo**, 11 ago. 2025. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2025/08/cvm-enfrenta-crise-com-diretoria-desfalcada-pressoes-politicas-e-casos-polemicos.shtml>. Acesso em: 22 ago. 2025

FERNANDES, Maria Cristina. As chances de Lula jogar parado no Master. **Valor Econômico**, 08 abr. 2025. Disponível em: <https://valor.globo.com/politica/coluna/as-chances-de-lula-jogar-parado-no-master.ghtml>. Acesso em: 08 abr 2025.

FERREIRA BALTAZAR NETO, Fernando; TORRES, Ronny Charles Lopes de. **Direito Administrativo**. 13ª. ed. Salvador: ed.Juspodivm, 2023. p.86.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). **Handbook of rules and guidance**. FCA 20 abr. 2016 (últ. atual. 08 set. 2025). Disponível em: <https://www.fca.org.uk/about/how-we-regulate/handbook>. Acesso em: 20 maio 2025.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). **Investment Firms Prudential Regime Instrument 2021**. FCA 2021/39. Disponível em: https://www.handbook.fca.org.uk/instrument/2021/FCA_2021_38.pdf. Acesso em: 20 maio 2025.

FINANCIAL SECTOR CONDUCT AUTHORITY (FSCA). **Memorandum of Understanding between The Financial Sector Conduct Authority and The National Credit Regulator**. FSCA, 28 set. 2018. Disponível em: <https://www.fsca.co.za/Regulatory%20Liaison/MoU %20FSCA%20and%20NCR.pdf>. Acesso em 29 set. 2025.

PRUDENTIAL AUTHORITY (PA); FINANCIAL SECTOR CONDUCT AUTHORITY (FSCA). **Memorandum of Understanding between The Prudential Authority and the Financial Sector Conduct Authority**. FSCA, 28 set. 2018. Disponível em: <https://www.fsca.co.za/Regulatory%20Liaison/MoU %20FSCA%20and%20NCR.pdf>. Acesso em 29 set. 2025.



FINANCIAL SECTOR CONDUCT AUTHORITY (FSCA). **The FSCA participates in Investec SA Markets Surveillance Conference - Astrid Ludin Speech.** FSCA, s.d. Disponível em: <https://www.fsca.co.za/TPNL/FSCA%20eNewsletter%20-%2030%20June%202023/07-Surveillance%20Conference.html>. Acesso em: 04 set. 2025.

FINANCIAL SECTOR CONDUCT AUTHORITY (FSCA). **Regulatory Strategy 2025-2030.** FSCA, 2025. Disponível em: <https://www.fsca.co.za/Documents/FSCA%20Regulatory%20Strategy%202025-2028.pdf>. Acesso em: 04 set. 2025.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA). **FSA Annual Report 2012/13 - Regulatory reform.** FSA, 2013. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publication/annual-reports/fsa-annual-report-12-13-section-1.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2025.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA). **The Turner Review - A regulatory response to the global banking crisis.** FSA, mar. 2009. Disponível em: https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20090320232953/http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf. Acesso em: 08 out. 2025.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). **Peer Review of Brazil** - Review report. 2024. FSB, 28 nov 2024. Disponível em: <https://www.fsb.org/2024/11/peer-review-of-brazil-2/>. Acesso em: 29 set. 2025.

FONSECA, Francisco José Defanti. Reserva de Regulação da Administração Pública. In: GUERRA, Sérgio. Teoria do Estado Regulador. Volume II. Curitiba: Juruá, 2016.

GAMA, Rafaela. Partidos da base contestam mais atos do governo do que o PL, maior partido de oposição. **O Globo**, 29 jun. 2025. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/politica/noticia/2025/06/29/partidos-da-base-contestam-mais-atos-do-governo-do-que-o-pl-maior-partido-de-oposicao.ghtml>. Acesso em: 19 set. 2025.

GASKELL, Chris. Negotiating Cooperation Agreements: The Experience of the Australian Prudential Regulation Authority (APRA). In: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Working Together: Improving regulatory cooperation and information exchange.** 2007. P. 84-93. DOI: <https://doi.org/10.5089/9781589064874.072>.

GODWIN, Andrew. Australia's trek towards twin peaks—Comparisons with South Africa. **Law and Financial Markets Review**, v. 11, n. 4, p. 183-193, 2017b. DOI: 10.1080/17521440.2017.1419810.



GODWIN, Andrew. Introduction to special issue—the twin peaks model of financial regulation and reform in South Africa. **Law and Financial Markets Review**, v. 11, n. 4, p. 151-153, 2017.

GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. Twin peaks: South Africa's financial sector regulatory framework. **South African Law Journal**, v. 134, n. 3, p. 665-702, 2017a. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3080732>. Acesso em: 29 set. 2025.

GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. A jurisdictional comparison of the twin peaks model of financial regulation. **Journal of Banking Regulation**, v. 18, p. 103-131, 2017b. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2905458>.

GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. Twin peaks and financial regulation: The challenges of increasing regulatory overlap and expanding responsibilities. **The International Lawyer**, v. 49, n. 3, p. 273-298, 2016. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2889536>. Acesso em: 23 set. 2025.

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 University Press, 2021.

GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. Twin Peaks – The Legal and Regulatory Anatomy of Australia's System of Financial Regulation. **CIFR Paper**, n. 074/2015, 09 set. 2015. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2657355. Acesso em: 28 set. 2025.

GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). *The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation*. Cambridge University Press, 2021.

GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew. The Financial Sector Regulation Bill in South Africa: lessons from Australia. **CIFR Paper**, n. 52/2015, 27 jan. 2015. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2556544>. Acesso em: 28 set. 2025.

GOLDBERG, Ilan. A importância de se transformar a Susep em agência reguladora. **Conjur**, fev. 2024. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2024-fev-08/licoes-do-bacen-a-susep/>. Acesso em: 17 abr 2025.

GOODHART, Charles Albert Eric. Institutional Separation between Supervisory and Monetary Agencies (1993) (with Dirk Schoenmaker). In: **The Central Bank and the Financial System**. London: Palgrave Macmillan UK, 1995. p. 333-413. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/5055482>. Acesso em 08 out. 2025.

GRANER, Fabio, TRINDADE, Naira, MURAKAWA, Fabio. Após humilhação no Congresso, governo mira 2026 e acirra 'ricos contra pobres'. **Jota**, 26 jun. 2025.



Disponível em: <https://www.jota.info/executivo/apos-humilhacao-no-congresso-governo-mira-2026-e-acirra-ricos-contra-pobres>. Acesso em: 19 set. 2025.

GROUP OF THIRTY. The Structure of Financial Supervision - Approaches and Challenges in a Global Marketplace. Hong Kong: Legislative Council – Panel on Financial Affairs, 6 out. 2008. Disponível em: <https://www.legco.gov.hk/yr08-09/english/panels/fa/papers/fa0223cb1-837-3-e.pdf>. Acesso em: 23 set. 2025.

GUSSON, Cassio. CVM altera resolução e define quem será responsável pelas criptomoedas e ativos digitais. **Cointelegraph**, 15 jul. 2025. Disponível em: <https://br.cointelegraph.com/news/cvm-amends-resolution-and-defines-who-will-be-responsible-for-cryptocurrencies-and-digital-assets-within-the-regulator>. Acesso em: 08 out. 2025.

HANRAHAN, Pamela. Twin peaks after Hayne: tensions and trade-offs in regulatory architecture. **Law and Financial Markets Review**, v. 13, n. 2-3, p. 124-130, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1080/17521440.2019.1622849>.

HARPER, Ian R. The Wallis report: an overview. **Accountability and Performance**, v. 3, n. Dec 1997, p. 7-25, 1997. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-8462.00027>.

HATHAWAY, Oona A. Path dependence in the law: The course and pattern of legal change in a common law system. **Iowa Law Review**, v. 86, p. 601, 2000. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.239332>.

HAVEMANN, Roy. Twin Peaks in South Africa. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). **The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation**. Cambridge University Press, 2021.

HENUD, Hugo; FERREIRA, Zeca. Polarização e crise institucional: como Executivo, Congresso e STF alimentam a radicalização. **Estadão**, 15 mar; 2025. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/150-anos/republica-em-transformacao/polarizacao-e-crise-institucional-como-executivo-congresso-e-stf-alimentam-a-radicalizacao/?srsltid=AfmBOop7Eylx-2X1Gwql8hN39MZb1IFXxS-pudALyrt3i7OxCyUDRlxR>. Acesso em: 29 set. 2025.

HM TREASURY. A New Approach to Financial Regulation: Building a stronger system. The Stationery Office Limited, fev. 2011. Disponível em: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/81411/consult_newfinancialregulation170211.pdf. Acesso em: 29 set. 2025.

HM TREASURY. A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability. The Stationery Office Limited, jul. 2010. Disponível em: https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a79a8f340f0b642860d9c63/consult_financialregulation_condoc.pdf. Acesso em: 29 set. 2025.



HM TREASURY. **Bank of England Bill: Technical consultation.** The Stationery Office Limited, jul. 2015 (última atualização em out. 2017). Disponível em: <https://www.gov.uk/government/consultations/bank-of-england-bill-technical-consultation>. Acesso em: 08 out. 2025.

HM TREASURY. **New approach to ensure regulators and regulation support growth.** The Stationery Office Limited, mar. 2025. Disponível em: <https://www.gov.uk/government/publications/a-new-approach-to-ensure-regulators-and-regulation-support-growth/new-approach-to-ensure-regulators-and-regulation-support-growth-html>. Acesso em 08 out. 2025.

HOUSE OF LORDS. **Growing pains: clarity and culture change required.** Authority of the House of Lords, 13 jun. 2025. Disponível em: <https://publications.parliament.uk/pa/ld5901/ldselect/ldsrc/133/133.pdf>. Acesso em: 10 out. 2025.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Australia: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Bank Resolution and Crisis Management. **IMF Staff Country Report**, n. 2019/048, fev. 2019. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/02/13/Australia-Financial-Sector-Assessment-Program-Technical-Note-Bank-Resolution-and-Crisis-46605>. Acesso em: 29 set. 2025.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Australia: Basel Core Principles for Effective Banking Supervision – Detailed Assessment of Observance. **IMF Staff Country Reports**, No. 2012/313, nov. 2012. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Australia-Basel-Core-Principles-for-Effective-Banking-Supervision-Detailed-Assessment-of-40115>. Acesso em: 29 set. 2025.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil: Financial System Stability Assessment. **IMF Staff Country Report**, nº 18/339, Washington, DC, 2018. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/11/30/Brazil-Financial-System-Stability-Assessment-46411>. Acesso em: 23 set. 2025.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Brazil – 2024 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil. **IMF Staff Country Report**, nº 2024/209, jul. 2024. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/07/11/Brazil-2024-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-551705>. Acesso em: 29 set. 2024.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Kingdom of The Netherlands – Financial System Stability Assessment. Report. IMF Country Report, n. 11/144, jun. 2011. Disponível em:



<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11144.pdf>. Acesso em: 29 set. 2024.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). South Africa: Financial System Stability Assessment. Report. **IMF Staff Country Report** nº 2022/039, fev. 2022a. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/02/11/South-Africa-Financial-Sector-Assessment-Program-Financial-System-Stability-Assessment-513014>. Acesso em: 29 set. 2025.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). South Africa: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Banking Regulation and Supervision. **IMF Staff Country Report** nº 2022/184, jun. 2022b. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/06/16/South-Africa-Financial-Sector-Assessment-Program-Technical-Note-on-Banking-Regulation-and-519725>. Acesso em: 29 set. 2025.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF); FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB); BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). Elements of Effective Macroprudential Policies: Lessons from International Experience. **Report to the G20 Leaders**, 31 ago. 2016. Disponível em: https://www.bookstore.imf.org/images/IMF_FSB_BIS_2016.pdf. Acesso em: 23 set. 2025.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **A Comparison and Analysis of Prudential Standards in the Securities Sector**. Mar. 2014. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD438.pdf>. Acesso em: 18 mar. 2025.

JACKSON, Howell E. Foreword. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (Ed.). **The Cambridge handbook of twin peaks financial regulation**. Cambridge University Press, 2021.

JENSEN, Simon. Prudential regulation in New Zealand: time to review the Reserve Bank of New Zealand Act 1989. **Buddle Findlay / Lexology**, 28 mar. 2018. Disponível em: <https://www.buddlefindlay.com/insights/prudential-regulation-in-new-zealand-time-to-review-the-reserve-bank-of-new-zealand-act-1989/>. Acesso em: 10 out. 2025.

JONES, Evan. The crisis and the Australian financial sector. **Journal of Australian Political Economy**, n. 64, p. 91-116, 2009. Disponível em: <https://www.ppsydne.net/content/uploads/2020/05/The-Crisis-and-the-Australian-Financial-Sector.pdf>. Acesso em: 10 out. 2025.

KANG, Yuan; SCHMULOW, Andrew; GODWIN, Andrew. China's long march towards the twin peaks model of financial regulation. **Law and Financial Markets**



Review, v. 15, 1–2, p. 116–147, 2021.
<https://doi.org/10.1080/17521440.2022.2054288>

KREMERS, Jeroen; SCHOENMAKER, Dirk. **Twin peaks: Experiences in the Netherlands**. Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, 2010. Disponível em: <https://www.fmg.ac.uk/sites/default/files/2020-10/SP196.pdf>. Acesso em: 29 set. 2024.

KRESS, Jeremy C.; ZHANG, Jeffery Y. The macroprudential myth. **Georgetown Law Journal**, Washington, D.C., v. 112, n. 3, p. 569-638, jul. 2024.

LEÓN, Lucas Pordeus. CCJ do Senado adia votação da PEC da autonomia financeira do BC. **Agência Brasil**, 17 jul. 2024. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/politica/noticia/2024-07/ccj-do-senado-adia-votacao-da-pec-da-autonomia-financeira-do-bc>. Acesso em: 16 set. 2025.

LEWGOY, Júlia. Fazenda volta a defender modelo de 'super-regulador' no mercado após crises recentes. **Valor Investe**, 11 set. 2025. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/brasil-e-politica/noticia/2025/09/11/fazenda-volta-a-defender-modelo-de-super-regulador-no-mercado-apos-crises-recentes.ghtml>. Acesso em: 12 set. 2025.

LIM, C.; COLUMBA, F.; COSTA, A.; KONGSAMUT, P.; OTANI, A.; SAIYID, M.; WEZEL, T.; WU, X. Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences. IMF Working Paper, n. 11/238, out. 2011. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11238.pdf>. Acesso em: 23 set. 2025.

LLEWELLYN, David T. Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues. In: **World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs**, Washington DC, 6th and 7th June. 2006.

LOYOLA, Gustavo. A necessária autonomia do Banco Central. **FGV**, 26 ago. 2024. Disponível em: <https://portal.fgv.br/artigos/necessaria-autonomia-banco-central#:~:text=A%20autonomia%20or%C3%A7amento%C3%A1ria%2C%20finan%C3%A7eira%20e,suas%20despesas%20com%20receitas%20pr%C3%B3prias>. Acesso em: 17 abr. 2025.

MASCIANDARO, D.; ROMELLI, D. Twin Peaks and Central Banks: economics, political economy and comparative analysis. In: GODWIN, A.; SCHMULOW, A. (org.). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. p. 51-68.

MÁXIMO, Wellton. Governo congela R\$31,3 bi do orçamento de 2025. **Agência Brasil**, 22 maio 2025. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2025-05/governo-congela-r-313-bi-do-orcamento-de-2025>. Acesso em: 28 jun. 2025.



MELLO, José Luiz Homem de; CEITLIN, Laura Freitas; MESQUITA, Fernão. Stablecoins: uma análise jurídico-regulatória a partir de suas funcionalidades. **Lift Paper**, v. 6, edição especial, dez. 2023. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/eventos/Documents/moedas_digitais/tokenizacao/WorkTOK-Direito_1B_B%20APRESENTACAO_Stablecoins_Uma_analise_juridico-regulatoria_a_partir_de_suas_funcionalidades.pdf. Acesso em: 23 jul. 2025.

MELO FILHO, Augusto Rodrigues Coutinho de. Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro? 2018. 180 f. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) — Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/items/4ea515c7-410f-4b18-8ece-da56bfbe4bfe>. Acesso em: 23 set. 2025.

MENDES, César. Atraso na votação do Orçamento prejudica execução de despesas públicas. **Rádio Senado**, 07 fev. 2025. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/radio/1/noticia/2025/02/07/atraso-na-votacao-do-orcamento-prejudica-execucao-de-despesas-publicas>. Acesso em: 19 set. 2025.

MICHAEL, Bryane; GOO, Say Hak; WOJCIK, Dariusz. Does objectives-based financial regulation imply a rethink of legislatively mandated economic regulation? The case of Hong Kong and Twin Peaks financial regulation. **Capital Markets Law Journal**, v. 15, n. 1, p. 2020, 2014.

MOISÉS, José Álvaro. Aumento de tensão entre Executivo e Legislativo só faz rebaixar a qualidade da democracia. **Rádio USP**, 02 jul. 2025. Disponível em: <https://jornal.usp.br/radio-usp/aumento-de-tensao-entre-executivo-e-legislativo-so-faz-rebaixar-a-qualidade-da-democracia/>. Acesso em: 10 out. 2025.

MSWELI, Pumela; RYNEVELDT, Dexter L. A Framework for Implementing a Twin Peak Financial Regulatory Model: Institutional Logics Theoretical Perspective. Ovidius University Annals, **Series Economic Sciences**, v. 23, n. 1, 2023.

NAKAMURA, João. Por que orçamento do governo está em perigo nos próximos anos?. **CNN**, 17 abr. 2025. Disponível em: https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/por-que-orcamento-do-governo-esta-em-perigo-nos-proximos-anos/#goog_rewareded. Acesso em: 22 ago. 2025.

NATIONAL TREASURY OF THE REPUBLIC OF SOUTH AFRICA. **A Known and Trusted Ombud System for All: Consultation Policy Document**. Pretoria: National Treasury, Set. 2017. Disponível em: <https://www.treasury.gov.za/twinpeaks/Final%20Twin%20Peaks%20Policy%20>



[Doc A%20known%20and%20trusted%20ombuds%20system%20for%20all_Sepember2017.pdf](#). Acesso em: 11 jun. 2025.

NATIONAL TREASURY OF THE REPUBLIC OF SOUTH AFRICA. **A safer financial sector to serve South Africa better**. Pretoria: National Treasury, 23 Feb. 2011. Disponível em: <https://www.treasury.gov.za/twinpeaks/20131211%20-%20item%202%20a%20safer%20financial%20sector%20to%20serve%20south%20africa%20better.pdf>. Acesso em: 19 maio 2025.

NATIONAL TREASURY. **Financial Sector Regulation Bill Impact Study of the Twin Peaks Reforms**. Republic of South Africa, abr, 2016. Disponível em: <https://www.treasury.gov.za/twinpeaks/impact%20study%20on%20twin%20peaks%20reforms.pdf>. Acesso em: 19 set. 2025.

NATIONAL TREASURY. **Supplement to the impact study of the twin peaks reforms**. Republic of South Africa, s/d. Disponível em: https://www.treasury.gov.za/twinpeaks/Impact%20assessment-%20supplementary-%20Levies%20Bill-%2028-03-2018_KS.pdf. Acesso em: 19 set. 2025.

NETTO, Victoria. Megaoperações da PF e Receita revelam falhas de supervisão e não de regulação, dizem advogados. **Valor Econômico**, 31 ago. 2025. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2025/08/31/megaoperacoes-da-pf-e-receita-revelam-falhas-de-supervisao-e-nao-de-regulacao-dizem-advogados.ghtml>. Acesso em: 12 set. 2025.

NETTO, Victoria. Diretores de Previc, Abrapp e Anapar questionam falta de debate sobre plano de 'super-regulador'. **Valor Econômico**, 25 jul. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/25/representantes-de-previc-abrapp-e-anapar-se-queixam-da-falta-de-debate-sobre-proposta-de-super-regulador.ghtml>. Acesso em: 07 ago. 2025.

NETTO, Victoria. Modelo que cria super-reguladores entre BC e CVM divide opiniões de especialistas. **Valor Econômico**, 17 jul. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/17/modelo-que-cria-super-reguladores-entre-bc-e-cvm-divide-opinies-de-especialistas.ghtml>. Acesso em: 07 ago. 2025.

NIER, Erlend Walter. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. **IMF Working Paper**, n. 09/70, abril 2009. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0970.pdf>. Acesso em: 23 set. 2025.

NIER, Erlend Walter; OSINSKI, Jacek; JÁCOME, Luis I.; MADRID, Pamela. Institutional Models for Macroprudential Policy. Washington, D.C.: International



Monetary Fund, nov. 2011. **IMF Staff Discussion Note No. 2011/018.** Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1118.pdf>. Acesso em: 08 out. 2025.

ORSMOND, David; PRICE, Fiona. Macroprudential Policy Frameworks and Tools. **Bulletin**, p. 75-86, 2016. Disponível em: https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2016/dec/pdf/rba-bulletin-2016-12-macroprudential-policy-frameworks-and-tools.pdf?utm_source=chatgpt.com. Acesso em: 08 out. 2025.

OSINSKI, Jacek; SEAL, Katharine; HOOGDUIN, Lex. Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation. Washington, D.C.: International Monetary Fund, June 21, 2013. **IMF Staff Discussion Note No. 2013/005.** Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1305.pdf>. Acesso em: 08 out. 2025.

OTTA, Lu Aiko; PIMENTA, Guilherme. É importante discutir que modelo de regulação queremos para o país, diz Marcos Pinto. **Valor Econômico**, 05 ago. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/08/05/e-importante-discutir-que-modelo-de-regulacao-queremos-para-o-pais-diz-marcos-pinto.ghtml>. Acesso em: 10 out. 2025.

PAN, Eric J. Four challenges to financial regulatory reform. **Vill. L. Rev.**, v. 55, p. 743-772, 2010. Disponível em: <https://digitalcommons.law.villanova.edu/vlr/vol55/iss3/7>. Acesso em: 08 out. 2025.

PATI, Camila. Sem orçamento aprovado, governo inicia o ano com restrição nos gastos. **Veja**, 2 jan. 2025. Disponível em: https://veja.abril.com.br/economia/sem-orcamento-aprovado-governo-inicia-o-ano-com-restricao-nos-gastos/#google_vignette. Acesso em: 19 set. 2025.

PAULA, Ana Carolina Mello Pereira da Silva de. Análise empírica dos mecanismos formais de coordenação regulatória do sistema financeiro nacional. 2023. Dissertação. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/items/331c198a-8beb-4c93-8d4f-caad573e9433>. Acesso em: 10 out. 2025.

PAULA, Ana Carolina Mello Pereira da Silva de. Análise empírica dos mecanismos formais de coordenação regulatória do sistema financeiro nacional. Revista da Procuradoria Geral do Banco Central, v. 16, n. 1, jun. 2022, p. 37-52.

PIMENTA, Guilherme, OTTA, Lu Aiko; EXMAN, Fernando; JUBÉ, Andrea; TONET, Caetano. Fazenda planeja transformar BC e CVM em super-reguladores do mercado. **Valor Econômico**, 17 jul. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/17/fazenda-planeja-transformar-bc-e-cvm-em-super-reguladores-do-mercado.ghtml>. Acesso em: 07 ago. 2025.



PIMENTA, Guilherme; OTTA, Lu A.; EXMAN, Fernando; JUBÉ, Andrea; TONET Caetano. Fazenda desenha proposta para transformar BC e CVM em super-reguladores. **Valor Econômico**, 17 jul. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/impresso/noticia/2024/07/17/fazenda-desenha-proposta-para-transformar-bc-e-cvm-em-super-reguladores.ghtml>. Acesso em: 25 de mar. de 2025.

POMPEU, Lauriberto; MARZULLO, Luísa. Só 18 de 42 prioridades do governo aprovadas: Câmara congela pautas do Planalto, enquanto foca em blindagem e anistia. **O Globo**, 23 set. 2025. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/politica/noticia/2025/09/23/so-18-de-42-prioridades-do-governo-aprovadas-camara-congela-pautas-do-planalto-enquanto-foca-em-blindagem-e-anistia.ghtml>. Acesso em: 24 set. 2025.

PRADO, Viviane Muller; DUTRA, Marcos Galileu Lorena; MANSUR, Fernanda Farina et al. Números do CRSFN em casos da CVM – 2023. **Relatório do Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap)**. São Paulo: FGV Direito SP, 2024. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/b547216f-addd-4ae9-9de2-6f135a92c141/content>. Acesso em: 15 set. 2025.

PRINCETON. Roberto Campos Neto BCB revision. **Princeton**, out. 2024. Disponível em: https://economics.princeton.edu/wp-content/uploads/2025/02/2024.10.04-MA-Roberto-Campos-Neto_BCB-revision.pdf. Acesso em: 6 jul. 2025.

PRUDENTIAL AUTHORITY (PA). **Annual Report 2024/2025**. South African Reserve Bank, 2025. Disponível em: <https://www.resbank.co.za/en/home/publications/publication-detail-pages/reports/pa-annual-reports/2025/prudential-authority-annual-report-2024-2025>. Acesso em: 04 de set. de 2025.

PRUDENTIAL AUTHORITY (PA). **Regulatory Strategy 2021-2024**. South African Reserve Bank, 2022. Disponível em: <https://www.resbank.co.za/content/dam/sarb/what-we-do/prudential-regulation/PA%20Regulatory%20and%20Supervisory%20Strategy%202021.pdf>. Acesso em: 28 mar. 2025.

RUDENTIAL AUTHORITY. **Regulatory Strategy 2025-2030**. SARB, 2025. Disponível em: <<https://www.resbank.co.za/content/dam/sarb/what-we-do/prudential-regulation/pa-regulatory-strategy/PA%20Regulatory%20Strategy%202025-2030.pdf>>. Acesso em: 02 out. 2025.

PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY (PRA). **The Prudential Regulation Authority Rulebook**. PRA, s.d. Disponível em: <https://www.prarulebook.co.uk/>. Acesso em: 04 de set. de 2025.



Q CONCURSOS. Reforma Administrativa não deve avançar em 2022, diz Bolsonaro. **Folha Dirigida**, 12 jan. 2022. Disponível em: <https://folha.qconcursos.com/n/reforma-administrativa-nao-deve-avancar-em-2022>. Acesso em 28 jun. 2025.

QUEIROZ, Vitória. Banco Central aperta regras para fintechs para inibir crime organizado. **CNN Brasil**, 05 set. 2025. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/banco-central-aperta-regras-para-fintechs-para-inibir-crime-organizado/>. Acesso em: 12 set. 2025.

QUMBA, Mmisielo Freedom. A comparative analysis of the Twin Peaks model of financial regulation in South Africa and the United Kingdom. **South African Law Journal**, v. 139, n. 1, 2022. DOI: <https://doi.org/10.47348/SALJ/v139/i1a3>.

RAMALHO, Renato. Dez problemas da lei de regulamentação das emendas ao orçamento. **Jota**, 27 nov. 2024. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/dez-equivocos-da-regulamentacao-das-emendas-parlamentares-aprovada-no-congresso>. Acesso em: 22 ago. 2025.

RAMCHARAN, Rodney. IMF Survey: Sound Policies Shield South Africa from Worst of Recession. **IMF Country Focus**, set. 2009. Disponível em: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/socar092509a>. Acesso em: 19 maio 2025.

RECEITA FEDERAL. Operação Carbono Oculto: RFB e órgãos parceiros combatem organização responsável por sonegação e lavagem de dinheiro no setor de combustíveis. **Ministério da Fazenda**, 28 ago. 2025 (atualizado em 01 out. 2025). Disponível em: <https://www.gov.br/receitafederal/pt-br/assuntos/noticias/2025/agosto/operacao-carbono-oculto-rrb-e-orgaos-parceiros-combatem-organizacao-responsavel-por-sonegacao-e-lavagem-de-dinheiro-no-setor-de-combustiveis>. Acesso em: 12 set. 2025.

REINO UNIDO. **Financial Services Act 2021 - Explanatory notes - Policy background**. UK Public General Acts, 2021. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2021/22/notes/division/3/index.htm>. Acesso em: 08 out. 2025.

REINO UNIDO. **Financial Services and Markets Act 2000**. UK Public General Acts, 2000. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/section/3/enacted>. Access em 08 out. 2025.

REINO UNIDO. **Financial Services and Markets Act 2023 - Explanatory notes - Policy background**. UK Public General Acts, 2023. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2023/29/notes/division/3/index.htm>. Acesso em: 08 out. 2025.



REINO UNIDO. **Government response to the Joint Committee on the draft Mental Health Bill.** Department of Health and Social Care, 21 mar. 2023. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2023/29/notes/division/3/index.htm>. Acesso em: 08 out. 2025.

RESERVE BANK OF AUSTRALIA (RBA). **Financial Stability Review - Mortgage Macroprudential Policies.** RBA, out. 2021. Disponível em: <https://www.rba.gov.au/publications/fsr/2021/oct/mortgage-macroprudential-policies.html#:~:text=In%20Australia%2C%20APRA%20is%20responsible%20for%20both%20microprudential%20and%20macroprudential%20policy>. Acesso em: 15 abr. 2025.

RESERVE BANK OF AUSTRALIA (RBA); AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY (APRA). **Memorandum of understanding between the RBA and APRA.** RBA, jul. 2025. Disponível em: <https://www.apra.gov.au/sites/default/files/2025-07/MOU%20The%20Reserve%20Bank%20of%20Australia.pdf>. Acesso em: 20 ago. 2025.

SANT'ANA, Jéssica. As reformas que o Brasil vai ter de enfrentar no 1.º ano do novo governo. **Gazeta do Povo**, 27 out. 2018. Disponível em: <https://especiais.gazetadopovo.com.br/eleicoes/2018/as-reformas-que-o-brasil-vai-ter-de-enfrentar-no-1-ano-do-novo-governo>. Acesso em: 22 ago. 2025.

SCHMULOW, Andrew. Curbing reckless and predatory lending: a statutory analysis of South Africa's National Credit Act. **Consumer Interest Annual**, v. 63, 2017. Disponível em: <https://www.consumerinterests.org/assets/docs/CIA/CIA2017/cia%202017%20schmulow%20op.pdf>. Acesso em: 20 maio 2025.

SCHMULOW, Andrew. South Africa joins the club that regulates financial markets through 'Twin Peaks'. **The Conversation**, 29 abr. 2018. Disponível em: <https://theconversation.com/south-africa-joins-the-club-that-regulates-financial-markets-through-twin-peaks-95558>. Acesso em: 20 maio 2025.

SCHMULOW, Andrew. Twin peaks: A theoretical analysis. **CIFR Paper** nº WP064/2015, 2015. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2625331. Acesso em: 08 out. 2025.

SHAVSHUKOV, Viacheslav M.; ZHURAVLEVA, Natalia A. National and International financial market regulation and supervision Systems: Challenges and solutions. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 16, n. 6, p. 289, 2023. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/gam/jrfmx/v16y2023i6p289-d1159789.html>. Acesso em: 08 out. 2025.

SICILIANI, Paolo; ECCLES, Peter; NETTO, Felipe; VITELLO, Elisabetta; SIVANATHAN, Vithushan; HASSELT, Ivar van. Paper 2: The links between



prudential regulation, competitiveness and growth. **Bank of England – PRA**, set. 2023. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk-/media/boe/files/events/2023/september/the-links-between-prudential-regulation-competitiveness-and-growth.pdf>. Acesso em: 20 maio 2025.

OTTA, Lu Aiko; PIMENTA, Guilherme. É importante discutir que modelo de regulação queremos para o país, diz Marcos Pinto. **SINDSEP-DF**, 05 ago. 2024. Disponível em: <https://sindsep-df.com.br/e-importante-discutir-que-modelo-de-regulacao-queremos-para-o-pais-diz-marcos-pinto/>. Acesso em: 16 set. 2025.

SINDICATO NACIONAL DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO CENTRAL (SINAL). A abordagem açodada da PEC 65. **Sinal**, 13 ago. 2024. Disponível em: <https://portal.sinal.org.br/publicacoes/a-abordagem-acodada-da-pec-65/>. Acesso em: 16 set. 2025.

SINDCVM. Carta Aberta dos Superintendentes da Comissão de Valores Mobiliários aos Investidores, à Sociedade, ao Governo e ao Congresso Nacional. **SindCVM**, 07 jul. 2025. Disponível em: <https://www.sindcvm.org.br/wp-content/uploads/2025/07/Carta-Aberta-CVM-2025.pdf>. Acesso em: 16 set. 2025.

SINDCVM. Governo sanciona reajuste e unificação de cargos de nível superior da CVM; mobilização pelos demais itens da pauta segue. **SindCVM**, 04 jun. 2025. Disponível em: <https://sindcvm.org.br/governo-sanciona-reajuste-e-unificacao-de-cargos-de-nivel-superior-da-cvm-mobilizacao-pelos-demais-itens-da-pauta-segue/>. Acesso em: 16 set. 2025.

SOARES, Jussara. Governo e Congresso sinalizam atrito até 2026. **CNN Brasil**, 18 jul. 2025. Disponível em: https://www.cnnbrasil.com.br/blogs/jussara-soares/politica/governo-e-congresso-sinalizam-atrito-ate-2026/#goog_rewareded. Acesso em: 19 set. 2025.

SOHN, Wook; VYSHNEVSKYI, legor. The Effectiveness of Financial Supervision Frameworks. **Journal of Accounting and Finance**, v. 20, n. 1, 2020. DOI: 10.33423/jaf.v20i1.2743. Disponível em: <https://articlegateway.com/index.php/JAF/article/view/2743>. Acesso em: 30 set. 2025.

SOUTH AFRICAN RESERVE BANK (SARB). **Financial Stability**. SARB, 2020. Disponível em: <https://www.resbank.co.za/en/home/what-we-do/financial-stability>. Acesso em 05 out. 2025.

SOUZA, Dara de; COSTA, Bruna; BONVINI, Laura; SALOMÃO, Gabriela. Governança em tempos de crise política: o que esperar de 2025?. **Jota**, 09 jan. 2025. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/elas-no-jota/governanca-em-tempos-de-crise-politica-o-que-esperar-de-2025>. Acesso em: 22 ago. 2025.

SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS (SUSEP). **Páginas dos setores – Estrutura Organizacional**. Susep, 10 ago. 2022 (atualizado em 31



out. 2022). Disponível em: <https://www.gov.br/susep/pt-br/assuntos/a-susep/estrutura-organizacional>. Acesso em: 07 ago. 2025.

SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS (SUSEP). **Relatório de Gestão 2024**. Susep, 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/susep/pt-br/arquivos/arquivos-transparencia/relatorio-de-gestao/relatorio-de-gestao-2024-1.pdf>. Acesso em: 14 abr. 2025.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (PREVIC). **Ativos e Macroprudencial**. Previc, 22 jul. 2022 (atualizado em 13 mar. 2024). Disponível em: <https://www.gov.br/susep/pt-br/assuntos/informacoes-ao-mercado/solvencia-supervisao-prudencial/monitoramento-prudencial/ativos-e-macroprudencial>. Acesso em: 16 abr. 2025.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (PREVIC). **Supervisão baseada em risco**. Disponível em: <https://www.gov.br/previc/pt-br/assuntos/supervisao/supervisao-baseada-em-risco>. Acesso em: 7 ago. 2025.

TAYLOR, Michael W. The Three episodes of Twin Peaks. In: GODWIN, A.; SCHMULOW, A. (org.): **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

TAYLOR, Michael. **"Twin Peaks": A Regulatory Structure for the New Century**. Centre for the study of financial innovation, 1995.

THEDIN, Liane. Projeto de super-reguladores permitirá melhor fiscalização do crédito privado, diz Loyola. **Valor Econômico**, 18 jul 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/18/projeto-de-super-reguladores-permitir-melhor-fiscalizao-do-crdito-privado-diz-loyola.ghtml>. Acesso em: 10 out. 2025.

THEDIN, Liane; PIMENTA, Guilherme. Proposta de super-regulador no mercado de capitais é 'padrão ouro', diz Fraga. **Valor Econômico**, 18 jul 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/18/proposta-de-super-regulador-no-mercado-de-capitais-e-padro-ouro-diz-fraga.ghtml>. Acesso em: 10 out. 2025.

THORSTENSEN, Vera Helena; RATTON, Michelle; COELHO, Alexandre Ramos. O quadro regulatório do sistema financeiro internacional. **Textos para Discussão / Working Paper Series**, FGV EESP, São Paulo, nov. 2019. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/items/f90fb191-574d-4ddc-9050-642572222d25>. Acesso em: 22 jun. 2025.

TONET, Caetano; LINDNER, Julia. Sem acordo, PEC do BC fica para depois do recesso. **Valor Econômico**, 17 jul. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/politica/noticia/2024/07/17/sem-acordo-pec-do-bc-fica-para-depois-do-recesso.ghtml>. Acesso em: 08 out. 2025.



TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO (TCU). Referencial básico de gestão de riscos. TCU, abr. 2018. Disponível em: https://portal.tcu.gov.br/data/files/21/96/61/6E/05A1F6107AD96FE6F18818A8/Referencial_basico_gestao_riscos.pdf. Acesso em: 08 out. 2025.

UK PARLIAMENT. Culture of risk aversion among financial regulators undermines their competitiveness and growth objective, warns Committee report. UK Parliament, jun. 2025. Disponível em: <https://committees.parliament.uk/committee/697/financial-services-regulation-committee/news/207595/culture-of-risk-aversion-among-financial-regulators-undermines-their-competitiveness-and-growth-objective-warns-committee-report/>. Acesso em: 08 out. 2025.

UK PARLIAMENT. Draft Financial Services Bill (Joint Committee). UK Parliament, 2011. Disponível em: <https://publications.parliament.uk/pa/jt201012/jtselect/jtdraftfin/236/236.pdf>. Acesso em: 08 out. 2025.

UK PARLIAMENT. Financial Regulation: a preliminary consideration of the Government's proposals - Treasury Contents. UK Parliament, 2011. Disponível em: <https://publications.parliament.uk/pa/cm201011/cmselect/cmtreasy/430/43004.htm>. Acesso em: 08 out. 2025.

UK PARLIAMENT. Joint Committee on the Draft Financial Services Bill: written evidence. 2011. Disponível em: <https://www.parliament.uk/globalassets/documents/joint-committees/Draft-Financial-Services-Bill/WEBWRITTENEVIDENCE.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2025.

UK PARLIAMENT. A Government response to the Joint Committee. UK Parliament, 2012. Disponível em: <https://www.parliament.uk/globalassets/documents/joint-committees/Draft-Financial-Services-Bill/Government-Response-FSB.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2025. P. 47.

UOL. É muito difícil aprovar reforma da Previdência em ano eleitoral, diz S&P . UOL, 12 jan. 2018. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2018/01/12/agencia-de-classificacao-de-risco-sp-rebaixamento.htm>. Acesso em: 19 set. 2025.

VALADARES, Marcio. Twin Peaks no sistema financeiro brasileiro: em busca de lições da experiência internacional. **Brasil Economia e Governo**, 2024. Disponível em: https://www.brasil-economia-governo.org.br/2024/10/17/twin-peaks-no-sistema-financeiro-brasileiro-em-busca-de-licoes-da-experiencia-internacional/#_edn8. Acesso em: 16 abr. 2025.

VAN HEERDEN, Corlia; VAN NIEKERK, Gerda. The Role of the SARB as Central bank in the South African Twin Peaks Model. In: GODWIN, A.; SCHMULOW, A.



(org.): **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation.** Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

VAN HEERDEN, Corlia; VAN NIEKERK, Gerda. Twin Peaks in South Africa: a new role for the central bank. **Law and Financial Markets Review**, v. 11, n. 4, p. 154-162, 2017. DOI: 10.1080/17521440.2017.1419609.

VAN NIEKERK, Gerda; 'NYANE, Hoolo. Accountability in the twin peaks model of financial regulation in South Africa. **South African Mercantile Law Journal**, v. 34, n. 3, p. 382-403, 2022. DOI: <https://doi.org/10.47348/SAMLJ/v34/i3a4>.

VARGAS, Andrea. Por que a PEC 65 impacta negativamente a regulação financeira. **Jota**, 13 ago. 2025. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/columnas/mulheres-na-regulacao/por-que-a-pec-65-impacta-negativamente-a-regulacao-financeira>. Acesso em: 16 set. 2025.

VARTANIAN, Pedro Raffy; ALMEIDA, Denise Regina Campos. Medidas macroprudenciais e estabilização financeira: uma análise do caso brasileiro. **Práticas em Contabilidade e Gestão**, São Paulo, v. 3, n. 1, p. 104-127, dez. 2015.

WEARDEN, Graeme. Turner review: the key recommendations. **The Guardian**, 18 mar. 2009. Disponível em: <https://www.theguardian.com/business/2009/mar/18/banking-regulators>. Acesso em: 10 out. 2025.



APÊNDICE A – AR CABOUÇO NORMATIVO DA ESTRUTURA REGULATÓRIA DO SFN

Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
CVM	Lei 6.385/1976	<p>Art . 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:</p> <p>I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;</p> <p>II - administrar os registros instituídos por esta Lei;</p> <p>III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;</p> <p>IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;</p> <p>V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.</p>
	Lei 4.728/1965	<p>Art. 1º Os mercados financeiro e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central da República do Brasil.</p> <p>Art. 2º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de:</p> <p>I - facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valôres mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem;</p> <p>II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valôres mobiliários;</p> <p>III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valôres mobiliários distribuídos no mercado;</p> <p>IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valôres mobiliários;</p> <p>V - disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valôres mobiliários;</p>





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
	Lei 6.404/1976	<p>"Lei das SAs": define parte das competências da CVM, como, por exemplo, no quesito regulatório:</p> <p>Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.</p> <p>§ 3º A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 61. A companhia fará constar da escritura de emissão os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas ou condições.</p> <p>§ 3º A Comissão de Valores Mobiliários poderá aprovar padrões de cláusulas e condições que devam ser adotados nas escrituras de emissão de debêntures destinadas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 62. Nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os seguintes requisitos:</p> <p>§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários disciplinará o registro e a divulgação do ato societário de que trata a alínea a do inciso I do caput deste artigo e da escritura de emissão das debêntures objeto de oferta pública ou admitidas à negociação e os seus aditamentos.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 65. A companhia poderá emitir certificados de múltiplos de debêntures e, provisoriamente, cautelas que as representem, satisfeitos os requisitos do artigo 64.</p> <p>§ 1º Os títulos múltiplos de debêntures das companhias abertas obedecerão à padronização de quantidade fixada pela Comissão de Valores Mobiliários.</p>
BCB	Lei 4.595/1964: criação e atribuição de responsabilidades;	<p>Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil:</p> <p>II - Executar os serviços do meio-circulante</p> <p>III - determinar o recolhimento de até cem por cento do total dos depósitos à vista e de até sessenta por cento de outros títulos contábeis das instituições financeiras, seja na forma de subscrição de Letras ou Obrigações do Tesouro Nacional ou compra de títulos da Dívida Pública Federal, seja através de recolhimento em espécie, em ambos os casos entregues ao Banco Central do Brasil, a forma e condições por ele determinadas, podendo:</p> <p>a) adotar percentagens diferentes em função:</p>





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	
	Mandato regulatório	
	<p>1. das regiões geoeconômicas;</p> <p>2. das prioridades que atribuir às aplicações;</p> <p>3. da natureza das instituições financeiras;</p> <p>b) determinar percentuais que não serão recolhidos, desde que tenham sido reaplicados em financiamentos à agricultura, sob juros favorecidos e outras condições por ele fixadas.</p> <p>IV - receber os recolhimentos compulsórios de que trata o inciso anterior e, ainda, os depósitos voluntários à vista das instituições financeiras, nos termos do inciso III e § 2º do art. 19.</p> <p>V - realizar operações de redesconto e empréstimo com instituições financeiras públicas e privadas, consoante remuneração, limites, prazos, garantias, formas de negociação e outras condições estabelecidos em regulamentação por ele editada;</p> <p>VI - Exercer o controle do crédito sob todas as suas formas;</p> <p>VII - Efetuar o controle dos capitais estrangeiros, nos termos da lei;</p> <p>VIII - Ser depositário das reservas oficiais de ouro e moeda estrangeira e de Direitos Especiais de Saque e fazer com estas últimas todas e quaisquer operações previstas no Convênio Constitutivo do Fundo Monetário Internacional;</p> <p>IX - Exercer a fiscalização das instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas;</p> <p>a) funcionar no País;</p> <p>b) instalar ou transferir suas sedes, ou dependências, inclusive no exterior;</p> <p>c) ser transformadas, fundidas, incorporadas ou encampadas;</p> <p>d) praticar operações de câmbio, crédito real e venda habitual de títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, ações Debêntures, letras hipotecárias e outros títulos de crédito ou mobiliários;</p> <p>e) ter prorrogados os prazos concedidos para funcionamento;</p> <p>f) alterar seus estatutos.</p> <p>g) alienar ou, por qualquer outra forma, transferir o seu controle acionário.</p> <p>XI - Estabelecer condições para a posse e para o exercício de quaisquer cargos de administração de instituições financeiras privadas, assim como para o exercício de quaisquer funções em órgãos consultivos, fiscais e semelhantes, segundo normas que forem expedidas pelo Conselho Monetário Nacional;</p>	





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
		<p>XII - efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais, consoante remuneração, limites, prazos, formas de negociação e outras condições estabelecidos em regulamentação por ele editada, sem prejuízo do disposto no <u>art. 39 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000</u>;</p> <p>XIII - Determinar que as matrizes das instituições financeiras registrem os cadastros das firmas que operam com suas agências há mais de um ano.</p> <p>XIV - aprovar seu regimento interno;</p> <p>XV - efetuar, como instrumento de política cambial, operações de compra e venda de moeda estrangeira e operações com instrumentos derivativos no mercado interno, consoante remuneração, limites, prazos, formas de negociação e outras condições estabelecidos em regulamentação por ele editada.</p> <p>Art. 11. Compete ainda ao Banco Central da República do Brasil;</p> <p>I - Entender-se, em nome do Governo Brasileiro, com as instituições financeiras estrangeiras e internacionais;</p> <p>II - Promover, como agente do Governo Federal, a colocação de empréstimos internos ou externos, podendo, também, encarregar-se dos respectivos serviços;</p> <p>III - Atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior, inclusive as referentes aos Direitos Especiais de Saque, e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial;</p>
Lei 4.728/1965	Art. 3º Compete ao Banco Central: I - autorizar a constituição e fiscalizar o funcionamento das Bólsas de Valôres; II - autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das sociedades corretoras membros das Bólsas de Valôres (arts. 8º e 9º) e das sociedades de investimento; III - autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das instituições financeiras, sociedades ou firmas individuais que tenham por objeto a subscrição para revenda e a distribuição de títulos ou valôres mobiliários; IV - manter registro e fiscalizar as operações das sociedades e firmas individuais que exerçam as atividades de intermediação na distribuição de títulos ou valôres mobiliários, ou que efetuem, com qualquer propósito, a captação de poupança popular no mercado de capitais; V - registrar títulos e valôres mobiliários para efeito de sua negociação nas Bólsas de Valôres; VI - registrar as emissões de títulos ou valôres mobiliários a serem distribuídos no mercado de capitais;	





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
	Lei 14.286/2021	<p>VII - fiscalizar a observância, pelas sociedades emissoras de títulos ou valôres mobiliários negociados na bolsa, das disposições legais e regulamentares relativas a:</p> <p>a) publicidade da situação econômica e financeira da sociedade, sua administração e aplicação dos seus resultados;</p> <p>b) proteção dos interesses dos portadores de títulos e valôres mobiliários distribuídos nos mercados financeiro e de capitais.</p> <p>VIII - fiscalizar a observância das normas legais e regulamentares relativas à emissão ao lançamento, à subscrição e à distribuição de títulos ou valôres mobiliários colocados no mercado de capitais;</p> <p>IX - manter e divulgar as estatísticas relativas ao mercado de capitais, em coordenação com o sistema estatístico nacional;</p> <p>X - fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.</p>
		<p>Art. 5º Compete ao Banco Central do Brasil:</p> <p>I - regulamentar o mercado de câmbio e suas operações, incluídas as operações de swaps, e dispor sobre os tipos e as características de produtos, as formas, os limites, as taxas, os prazos e outras condições;</p> <p>II - disciplinar a constituição, o funcionamento e a supervisão de instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio, inclusive quando envolverem participação de não residente;</p> <p>III - autorizar a constituição, o funcionamento, a transferência de controle, a fusão, a cisão e a incorporação de instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio, inclusive quando envolverem participação de não residente;</p> <p>IV - autorizar instituições em funcionamento a operar no mercado de câmbio, inclusive quando envolverem participação de não residente;</p> <p>V - cancelar, de ofício ou a pedido, nos termos do regulamento a ser editado pelo Banco Central do Brasil, as autorizações de que tratam os incisos III e IV deste caput;</p> <p>VI - autorizar, nos termos do regulamento a ser editado pelo Banco Central do Brasil, a posse e o exercício nos órgãos de administração ou nos órgãos previstos no estatuto ou no contrato social de instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio;</p> <p>VII - supervisionar as instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio, para fins do disposto nesta Lei, e aplicar-lhes as sanções cabíveis de que trata o art. 20 desta Lei;</p> <p>VIII - regulamentar as contas em reais de titularidade de não residentes, inclusive quanto aos requisitos e aos procedimentos para sua abertura e sua movimentação;</p>





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
		<p>IX - regulamentar as contas em moeda estrangeira no País, inclusive quanto aos requisitos e aos procedimentos para sua abertura e sua movimentação;</p> <p>X - manter as contas de depósito e de compensação, liquidação e custódia, em reais e em moeda estrangeira, de titularidade de organismos internacionais, observados os limites, os prazos, as formas e as condições estabelecidos no regulamento a ser editado pelo Banco Central do Brasil;</p> <p>XI - manter as contas de depósito e de compensação, liquidação e custódia, em reais, de titularidade de bancos centrais estrangeiros ou de instituições domiciliadas ou com sede no exterior que prestem serviços de compensação, liquidação e custódia no mercado internacional, observados os limites, os prazos, as formas e as condições estabelecidos no regulamento a ser editado pelo Banco Central do Brasil.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 18. Na regulamentação desta Lei, o Banco Central do Brasil:</p> <p>I - poderá estabelecer exigências e procedimentos diferenciados, segundo critério de proporcionalidade, considerando aspectos como o valor, o risco e as demais características da operação no mercado de câmbio, do capital brasileiro no exterior ou do capital estrangeiro no País;</p> <p>I - poderá estabelecer exigências e procedimentos diferenciados, segundo critério de proporcionalidade, considerando aspectos como o valor, o risco e as demais características da operação no mercado de câmbio, do capital brasileiro no exterior ou do capital estrangeiro no País;</p> <p>a) estabelecer requerimentos diferenciados e proporcionais para a constituição e o funcionamento de instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio;</p> <p>b) dispensar a autorização para constituição e funcionamento das instituições de que trata a alínea "a" deste inciso.</p>
SUSEP	Decreto-Lei nº 261, de 28 de fevereiro de 1967	<p>Art. 3º Fica instituído o Sistema Nacional de Capitalização, regulado pelo presente Decreto-lei e constituído:</p> <p>II - Da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP).</p> <p>§ 1º Compete privativamente ao Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) fixar as diretrizes e normas da política de capitalização e regulamentar as operações das sociedades do ramo, relativamente às quais exercerá atribuições idênticas às estabelecidas para as sociedades de seguros, nos termos dos <i>incisos I a VI, X a XII e XVII a XIX do art. 32 do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966. (Redação dada pela Lei complementar nº 137, de 2010)</i></p> <p>§ 2º A Susep é o órgão executor da política de capitalização traçada pelo CNSP, cabendo-lhe fiscalizar a constituição, organização, funcionamento e operações das sociedades do ramo, relativamente às quais exercerá atribuições idênticas às estabelecidas para as sociedades de seguros, nos termos das <i>alíneas a, b, c, g, h, i, k e l do art. 36 do Decreto-Lei nº 73, de 1966. (Redação dada pela Lei complementar nº 137, de 2010)</i></p>



Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001		<p>Art. 29. Compete ao órgão regulador, entre outras atribuições que lhe forem conferidas por lei:</p> <p>I - fixar padrões adequados de segurança atuarial e econômico-financeira, para preservação da liquidez e solvência dos planos de benefícios, isoladamente, e de cada entidade aberta, no conjunto de suas atividades;</p> <p>II - estabelecer as condições em que o órgão fiscalizador pode determinar a suspensão da comercialização ou a transferência, entre entidades abertas, de planos de benefícios; e</p> <p>III - fixar condições que assegurem transparéncia, acesso a informações e fornecimento de dados relativos aos planos de benefícios, inclusive quanto à gestão dos respectivos recursos.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 37. Compete ao órgão regulador, entre outras atribuições que lhe forem conferidas por lei, estabelecer:</p> <p>I - os critérios para a investidura e posse em cargos e funções de órgãos estatutários de entidades abertas, observado que o pretendente não poderá ter sofrido condenação criminal transitada em julgado, penalidade administrativa por infração da legislação da seguridade social ou como servidor público;</p> <p>II - as normas gerais de contabilidade, auditoria, atuária e estatística a serem observadas pelas entidades abertas, inclusive quanto à padronização dos planos de contas, balanços gerais, balancetes e outras demonstrações financeiras, critérios sobre sua periodicidade, sobre a publicação desses documentos e sua remessa ao órgão fiscalizador;</p> <p>III - os índices de solvência e liquidez, bem como as relações patrimoniais a serem atendidas pelas entidades abertas, observado que seu patrimônio líquido não poderá ser inferior ao respectivo passivo não operacional; e</p> <p>IV - as condições que assegurem acesso a informações e fornecimento de dados relativos a quaisquer aspectos das atividades das entidades abertas.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 55. Compete ao órgão fiscalizador decretar, aprovar e rever os atos de que tratam os arts. 45, 46 e 48 desta Lei Complementar, bem como nomear, por intermédio do seu dirigente máximo, o interventor ou o liquidante.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 72. Compete privativamente ao órgão regulador e fiscalizador das entidades fechadas zelar pelas sociedades civis e fundações, como definido no art. 31 desta Lei Complementar, não se aplicando a estas o disposto nos arts. 26 e 30 do Código Civil e 1.200 a 1.204 do Código de Processo Civil e demais disposições em contrário.</p>
Lei nº 4.594, de 29 de dezembro de 1964		Art. 2º O exercício da profissão de corretor de seguros depende de prévia habilitação técnica e registro em entidade autorreguladora do mercado de corretagem ou na Superintendência de Seguros Privados (Susep), nos termos definidos pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP). <u>(Redação dada pela Lei nº 14.430, de 2022)</u>





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
	<p>(...)</p> <p>Art. 7º O registro de corretor de seguros, inclusive prepostos, será expedido pela Susep ou por entidade autorreguladora do mercado de corretagem. <u>(Redação dada pela Lei nº 14.430, de 2022)</u></p> <p>Lei Complementar nº 126, de 15 de janeiro de 2007</p> <p>Art. 2º A regulação das operações de co-seguro, resseguro, retrocessão e sua intermediação será exercida pelo órgão regulador de seguros, conforme definido em lei, observadas as disposições desta Lei Complementar.</p> <p>Art 35. Fica criada a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), entidade autárquica, jurisdicionada ao Ministério da Indústria e do Comércio, dotada de personalidade jurídica de Direito Público, com autonomia administrativa e financeira.</p> <p>Parágrafo único. A sede da SUSEP será na cidade do Rio de Janeiro, Estado da Guanabara, até que o Poder Executivo a fixe, em definitivo, em Brasília.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 36. Compete à Susep, na qualidade de executora das diretrizes das políticas de seguros e de proteção patrimonial mutualista estabelecidas pelo CNSP, atuar como órgão fiscalizador do Sistema Nacional de Seguros Privados, exercendo as seguintes atribuições:</p> <p>I – processar os pedidos de autorização para constituição, organização, funcionamento, fusão, encampação, grupamento, transferência de controle acionário e reforma dos estatutos das instituições operadoras dos mercados supervisionados;</p> <p>II – expedir instruções e demais atos normativos para a regulamentação das operações de seguro e das operações de proteção patrimonial mutualista, de acordo com as diretrizes estabelecidas pelo CNSP;</p> <p>III – regulamentar as condições de planos de seguro e de planos de proteção patrimonial;</p> <p>IV – aprovar os limites de operações das instituições operadoras dos mercados supervisionados, em conformidade com as diretrizes estabelecidas pelo CNSP;</p> <p>V – autorizar a movimentação e a liberação dos bens e valores obrigatoriamente inscritos em garantia das reservas técnicas e do capital vinculado;</p> <p>VI – fiscalizar a execução das normas gerais de contabilidade e estatística estabelecidas pelo CNSP;</p> <p>VII – fiscalizar as instituições operadoras dos mercados supervisionados, inclusive quanto ao exato cumprimento deste Decreto-Lei, de outras leis pertinentes, de disposições regulamentares em geral e de resoluções do CNSP, bem como aplicar as penalidades cabíveis;</p> <p>VIII – proceder à liquidação das instituições operadoras dos mercados supervisionados que tiverem cassada a autorização para operar no País;</p>	





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	
	Mandato regulatório	
	<p>IX – organizar seus serviços e elaborar e executar seu orçamento;</p> <p>X – fiscalizar as operações das entidades autorreguladoras do mercado de corretagem, inclusive o exato cumprimento deste Decreto-Lei, de outras leis pertinentes, de disposições regulamentares em geral e de resoluções do CNSP, e aplicar as penalidades cabíveis;</p> <p>XI – celebrar convênios para a execução dos serviços de sua competência, observadas as normas da legislação em vigor;</p> <p>XII – examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como de papéis de trabalho de auditores independentes, devendo esses documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação, por prazo mínimo a ser fixado pela Susep, pelas instituições operadoras dos mercados supervisionados ou por quaisquer outras pessoas, naturais ou jurídicas, por ocasião da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada nos termos deste Decreto-Lei, para efeito da verificação de ocorrência de irregularidades;</p> <p>XIII – intimar as instituições operadoras dos mercados supervisionados e seus administradores, membros do conselho fiscal, auditores independentes e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, os controladores ou sociedades controladas ou coligadas e sociedades sob controle comum daquelas instituições, a prestar informações ou esclarecimentos;</p> <p>XIV – requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública;</p> <p>XV – apurar, mediante processo administrativo, os indícios de ocorrência de infração;</p> <p>XVI – aplicar as penalidades previstas no art. 108 deste Decreto-Lei, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 36-A. Compete, ainda, à Susep:</p> <p>I – autorizar e supervisionar o exercício da atividade de registro das operações de seguros, previdência complementar aberta, capitalização e resseguros;</p> <p>II – credenciar e supervisionar o funcionamento de Sociedade Processadora de Ordem do Cliente (Spoc);</p> <p>III – estabelecer as condições para o exercício das atividades previstas nos incisos I e II do <i>caput</i> deste artigo;</p> <p>IV – regulamentar o conteúdo informacional a ser registrado e os seus prazos nas operações de seguros, previdência complementar aberta, capitalização e resseguros;</p> <p>V – aplicar, quanto ao exercício das atividades previstas nos incisos I e II do <i>caput</i> deste artigo, as penalidades administrativas de advertência, multa, suspensão e cassação de autorização ou de credenciamento, na forma a ser regulamentada pela Susep.</p>	





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
		<p>§ 1º A atividade de registro, realizada por entidades qualificadas como entidades registradoras, compreende o armazenamento e a disponibilização de informações referentes às operações de que trata o inciso I do <i>caput</i> deste artigo, observadas as hipóteses legais de sigilo.</p> <p>§ 2º A multa de que trata o inciso V do <i>caput</i> deste artigo compreenderá o valor mínimo de R\$ 10.000, 00 (dez mil reais) e o valor máximo de R\$ 35.000.000,00 (trinta e cinco milhões de reais), na forma a ser regulamentada pela Susep.</p> <p>§ 3º As competências previstas neste artigo não afastam as competências do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários quanto:</p> <p>I – à atividade de registro de ativos financeiros e valores mobiliários e às respectivas entidades registradoras;</p> <p>II – às condições para autorização, exercício e eventual limitação das atividades desempenhadas pelas entidades registradoras de ativos financeiros ou valores mobiliários.</p> <p>Art. 36-B. No exercício das atribuições que lhes competem, o CNSP e a Susep estabelecerão as normas de regulação e aplicarão os instrumentos de supervisão de forma proporcional ao porte, à natureza, ao perfil de risco e à relevância sistêmica das instituições operadoras dos mercados supervisionados.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 111. <i>Compete ao órgão fiscalizador de seguros expedir normas sobre relatórios e pareceres de prestadores de serviços de auditoria independente aos resseguradores, às sociedades seguradoras, às sociedades de capitalização e às entidades abertas de previdência complementar.</i></p>
PREVIC	Lei nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009 (criação da PREVIC)	<p>Art. 1º Fica criada a Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC, autarquia de natureza especial, dotada de autonomia administrativa e financeira e patrimônio próprio, vinculada ao Ministério da Previdência Social, com sede e foro no Distrito Federal e atuação em todo o território nacional.</p> <p>Parágrafo único. A Previc atuará como entidade de fiscalização e de supervisão das atividades das entidades fechadas de previdência complementar e de execução das políticas para o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar, observadas as disposições constitucionais e legais aplicáveis.</p> <p>Art. 2º Compete à Previc</p> <p>I - proceder à fiscalização das atividades das entidades fechadas de previdência complementar e de suas operações</p> <p>II - apurar e julgar infrações e aplicar as penalidades cabíveis.</p> <p>III - expedir instruções e estabelecer procedimentos para a aplicação das normas relativas à sua área de competência, de acordo com as diretrizes do Conselho Nacional de Previdência Complementar, a que se refere o <u>inciso XVIII do art. 29 da Lei nº 10.683, de 28 de maio de 2003</u>:</p>



Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	
	Mandato regulatório	
	<p>IV - autorizar:</p> <ul style="list-style-type: none">a) a constituição e o funcionamento das entidades fechadas de previdência complementar, bem como a aplicação dos respectivos estatutos e regulamentos de planos de benefícios;b) as operações de fusão, de cisão, de incorporação ou de qualquer outra forma de reorganização societária, relativas às entidades fechadas de previdência complementar;c) a celebração de convênios e termos de adesão por patrocinadores e instituidores, bem como as retiradas de patrocinadores e instituidores; ed) as transferências de patrocínio, grupos de participantes e assistidos, planos de benefícios e reservas entre entidades fechadas de previdência complementar; <p>V - harmonizar as atividades das entidades fechadas de previdência complementar com as normas e políticas estabelecidas para o segmento;</p> <p>VI - decretar intervenção e liquidação extrajudicial das entidades fechadas de previdência complementar, bem como nomear interventor ou liquidante, nos termos da lei;</p> <p>VII - nomear administrador especial de plano de benefícios específico, podendo atribuir-lhe poderes de intervenção e liquidação extrajudicial, na forma da lei;</p> <p>VIII - promover a mediação e a conciliação entre entidades fechadas de previdência complementar e entre estas e seus participantes, assistidos, patrocinadores ou instituidores, bem como dirimir os litígios que lhe forem submetidos na forma da <u>Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996</u>;</p> <p>IX - enviar relatório anual de suas atividades ao Ministério da Previdência Social e, por seu intermédio, ao Presidente da República e ao Congresso Nacional; e</p> <p>X - adotar as demais providências necessárias ao cumprimento de seus objetivos.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 55. As competências atribuídas à Secretaria de Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social, por meio de ato do Conselho de Gestão da Previdência Complementar, do Conselho Monetário Nacional e de decretos, ficam automaticamente transferidas para a Previc, ressalvadas as disposições em contrário desta Lei.</p>	





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
CMN	Lei 4.595/1964: criação e atribuição de responsabilidades;	<p>Art. 4º Compete ao Conselho Monetário Nacional,...</p> <p>III - Aprovar os orçamentos monetários, preparados pelo Banco Central da República do Brasil, por meio dos quais se estimarão as necessidades globais de moeda e crédito;</p> <p>IV - Determinar as características gerais (<i>Vetado</i>) das cédulas e das moedas;</p> <p>V - Fixar as diretrizes e normas da política cambial, inclusive quanto a compra e venda de ouro e quaisquer operações em Direitos Especiais de Saque e em moeda estrangeira;</p> <p>VI - Disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas, inclusive aceites, avais e prestações de quaisquer garantias por parte das instituições financeiras;</p> <p>VII - Coordenar a política de que trata o art. 3º desta Lei com a de investimentos do Governo Federal;</p> <p>VIII - Regular a constituição, funcionamento e fiscalização dos que exercerem atividades subordinadas a esta lei, bem como a aplicação das penalidades previstas;</p> <p>IX - Limitar, sempre que necessário, as taxas de juros, descontos comissões e qualquer outra forma de remuneração de operações e serviços bancários ou financeiros, inclusive os prestados pelo Banco Central da República do Brasil, assegurando taxas favorecidas aos financiamentos que se destinem a promover:</p> <ul style="list-style-type: none">- recuperação e fertilização do solo;- reflorestamento;- combate a epizootias e pragas, nas atividades rurais;- eletrificação rural;- mecanização;- irrigação;- investimento indispensáveis às atividades agropecuárias; <p>X - Determinar a percentagem máxima dos recursos que as instituições financeiras poderão emprestar a um mesmo cliente ou grupo de empresas;</p> <p>XI - Estipular índices e outras condições técnicas sobre encaixes, mobilizações e outras relações patrimoniais a serem observadas pelas instituições financeiras;</p> <p>XII - Expedir normas gerais de contabilidade e estatística a serem observadas pelas instituições financeiras;</p>





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	
	Mandato regulatório	
	<p>XIII - Delimitar, com periodicidade não inferior a dois anos o capital mínimo das instituições financeiras privadas, levando em conta sua natureza, bem como a localização de suas sedes e agências ou filiais;</p> <p>XV - Estabelecer para as instituições financeiras públicas, a dedução dos depósitos de pessoas jurídicas de direito público que lhes detenham o controle acionário, bem como dos das respectivas autarquias e sociedades de economia mista, no cálculo a que se refere o inciso anterior;</p> <p>XVIII - Outorgar ao Banco Central da República do Brasil o monopólio das operações de câmbio quando ocorrer grave desequilíbrio no balanço de pagamentos ou houver sérias razões para prever a iminência de tal situação;</p> <p>XX - Autoriza o Banco Central da República do Brasil e as instituições financeiras públicas federais a efetuar a subscrição, compra e venda de ações e outros papéis emitidos ou de responsabilidade das sociedades de economia mista e empresas do Estado;</p> <p>XXI - Disciplinar as atividades das Bolsas de Valores e dos corretores de fundos públicos;</p> <p>XXII - Estatuir normas para as operações das instituições financeiras públicas, para preservar sua solidez e adequar seu funcionamento aos objetivos desta lei;</p> <p>XXIII - Fixar, até quinze (15) vezes a soma do capital realizado e reservas livres, o limite além do qual os excedentes dos depósitos das instituições financeiras serão recolhidos ao Banco Central da República do Brasil ou aplicados de acordo com as normas que o Conselho estabelecer;</p> <p>XXIV - Decidir de sua própria organização; elaborando seu regimento interno no prazo máximo de trinta (30) dias;</p> <p>XXVI - Conhecer dos recursos de decisões do Banco Central da República do Brasil;</p> <p>XXVII - aprovar o regimento interno e as contas do Banco Central do Brasil e decidir sobre seu orçamento e sobre seus sistemas de contabilidade, bem como sobre a forma e prazo de transferência de seus resultados para o Tesouro Nacional, sem prejuízo da competência do Tribunal de Contas da União.</p> <p>XXVIII - Aplicar aos bancos estrangeiros que funcionem no País as mesmas vedações ou restrições equivalentes, que vigorem nas praças de suas matrizes, em relação a bancos brasileiros ali instalados ou que nelas desejem estabelecer - se;</p> <p>XXIX - Colaborar com o Senado Federal, na instrução dos processos de empréstimos externos dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, para cumprimento do disposto no art. 63, nº II, da Constituição Federal;</p> <p>XXX - Expedir normas e regulamentação para as designações e demais efeitos do art. 7º, desta lei.</p> <p>XXXII - regular os depósitos a prazo de instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, inclusive entre aquelas sujeitas ao mesmo controle acionário ou coligadas.</p>	





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
CNSP	Decreto-Lei 73/1966: criação e atribuição de responsabilidades;	<p>Art 32. É criado o Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP, ao qual compete privativamente:</p> <p>I – fixar as diretrizes e as normas da política de seguros privados e das operações de proteção patrimonial mutualista;</p> <p>II - Regular a constituição, organização, funcionamento e fiscalização dos que exercerem atividades subordinadas a este Decreto-Lei, bem como a aplicação das penalidades previstas;</p> <p>III – estipular índices e demais condições técnicas sobre tarifas, investimentos e outras relações patrimoniais a serem observadas pelas sociedades seguradoras, pelas sociedades cooperativas de seguros e pelas administradoras de operações de proteção patrimonial mutualista;</p> <p>IV – fixar as características gerais dos contratos de seguros e dos contratos de operação e de participação em grupos de proteção patrimonial mutualista;</p> <p>V – fixar normas gerais de contabilidade e estatística a serem observadas pelas sociedades seguradoras, pelas sociedades cooperativas de seguros, pelos grupos de proteção patrimonial mutualista e pelas administradoras de operações de proteção patrimonial mutualista;</p> <p>VI – dispor sobre o capital das sociedades seguradoras, das sociedades cooperativas de seguros, das administradoras de operações de proteção patrimonial mutualista e dos resseguradores;</p> <p>VII - Estabelecer as diretrizes gerais das operações de resseguro;</p> <p>VIII - disciplinar as operações de co-seguro;</p> <p>XI – estabelecer os critérios de constituição das sociedades seguradoras, das cooperativas de seguros e das administradoras de operações de proteção patrimonial mutualista, com fixação dos limites técnicos das respectivas operações;</p> <p>XII - Disciplinar a corretagem de seguros e a profissão de corretor;</p> <p>XIV - Decidir sobre sua própria organização, elaborando o respectivo Regimento Interno;</p> <p>XVI - Regular a instalação e o funcionamento das Bolsas de Seguro.</p> <p>XVII - fixar as condições de constituição e extinção de entidades autorreguladoras do mercado de corretagem, sua forma jurídica, seus órgãos de administração e a forma de preenchimento de cargos administrativos;</p> <p>XVIII - regular o exercício do poder disciplinar das entidades autorreguladoras do mercado de corretagem sobre seus membros, inclusive do poder de impor penalidades e de excluir membros;</p> <p>XIX - disciplinar a administração das entidades autorreguladoras do mercado de corretagem e a fixação de emolumentos, comissões e quaisquer outras despesas cobradas por tais entidades, quando for o caso.</p>



Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
		XX – regulamentar o regime sancionador de que trata este Decreto-Lei, inclusive no que diz respeito às regras para instauração de processos administrativos sancionadores pela Susep, às penalidades, aos recursos e aos seus efeitos, às instâncias, aos prazos, à perempção, à celebração de termos de compromisso e a outros atos processualísticos.
CNPC	Lei nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009 (renomeia o antigo Conselho de Gestão da Previdência Complementar para CNPC e estabelece sua composição)	<p>Art. 13. O Conselho de Gestão da Previdência Complementar, órgão da estrutura básica do Ministério da Previdência Social, passa a denominar-se Conselho Nacional de Previdência Complementar, que exercerá a função de órgão regulador do regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar.</p> <p>Art. 1. O regime de previdência privada, de caráter complementar e organizado de forma autônoma em relação ao regime geral de previdência social, é facultativo, baseado na constituição de reservas que garantam o benefício, nos termos do caput do <u>art. 202 da Constituição Federal</u>, observado o disposto nesta Lei Complementar.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 12. Os planos de benefícios de entidades fechadas poderão ser instituídos por patrocinadores e instituidores, observado o disposto no art. 31 desta Lei Complementar.</p> <p>Art. 13. A formalização da condição de patrocinador ou instituidor de um plano de benefício dar-se-á mediante convênio de adesão a ser celebrado entre o patrocinador ou instituidor e a entidade fechada, em relação a cada plano de benefícios por esta administrado e executado, mediante prévia autorização do órgão regulador e fiscalizador, conforme regulamentação do Poder Executivo.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 31. As entidades fechadas são aquelas acessíveis, na forma regulamentada pelo órgão regulador e fiscalizador, exclusivamente:</p> <p>I - aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores; e</p> <p>II - aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores.</p> <p>§ 1º As entidades fechadas organizar-se-ão sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos.</p> <p>§ 2º As entidades fechadas constituídas por instituidores referidos no inciso II do caput deste artigo deverão, cumulativamente:</p> <p>I - terceirizar a gestão dos recursos garantidores das reservas técnicas e provisões mediante a contratação de instituição especializada autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou outro órgão competente;</p>
	Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001 (estabelece o regime de previdência complementar, referindo-se ao CGPC, antecessor do CNPC, para entidades fechadas)	





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
CRNSP	Decreto nº 10.016, de 17 de setembro de 2019	<p>II - ofertar exclusivamente planos de benefícios na modalidade contribuição definida, na forma do parágrafo único do art. 7º desta Lei Complementar.</p> <p>§ 3º Os responsáveis pela gestão dos recursos de que trata o inciso I do parágrafo anterior deverão manter segregados e totalmente isolados o seu patrimônio dos patrimônios do instituidor e da entidade fechada.</p> <p>§ 4º Na regulamentação de que trata o caput, o órgão regulador e fiscalizador estabelecerá o tempo mínimo de existência do instituidor e o seu número mínimo de associados.</p>
	Portaria MF nº 1.387, de 30 de agosto de 2024	<p>Art. 2º O CRNSP é órgão integrante da estrutura do Ministério da Economia, destinado a realizar o julgamento, em última instância administrativa, <i>dos recursos de decisões da Superintendência de Seguros Privados - Susep, nos casos especificados:</i></p> <p>I - no Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966;</p> <p>II - no Decreto-Lei nº 261, de 28 de fevereiro de 1967; e</p> <p>III - na Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001, <i abertas="" de="" disposições="" entidades="" i="" nas="" previdência="" privada.<="" relativas="" às=""></i></p> <p>(...)</p> <p>Art. 16. A organização e o funcionamento do CRNSP serão estabelecidos em Regimento Interno aprovado pelo Ministro de Estado da Economia, que disporá, entre outros assuntos, sobre(...):</p> <p>Parágrafo único. Compete ao CRNSP, por intermédio de seu Presidente, propor ao Ministro de Estado da Economia a modificação no seu Regimento Interno.</p>
COREMEC	Decreto nº 10.465, de 18 de agosto de 2020	<p>ANEXO II REGIMENTO INTERNO DO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA NACIONAL DE SEGUROS PRIVADOS, DE PREVIDÊNCIA PRIVADA ABERTA E DE CAPITALIZAÇÃO (CRNSP)</p> <p>Art. 4º Além da competência de julgamento tratada na legislação aplicável, compete ao CRNSP:</p> <p>I - representar ao Ministro de Estado da Fazenda, por intermédio do seu Presidente, sobre irregularidade constatada em autos de processos sob a sua competência;</p> <p>II - propor ao Ministro de Estado da Fazenda, por intermédio do seu Presidente, modificação no seu Regimento Interno; e III - deliberar sobre outros assuntos de seu interesse.</p> <p>Estipula as competências na coordenação das ações regulatórias das entidades reguladoras;</p> <p>Art. 2º Ao Coremecc compete:</p>





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
		<p>I - promover a articulação da atuação das entidades da administração pública federal que regulam e fiscalizam os mercados financeiro, de capitais, de seguros, de previdência e capitalização, com o objetivo de promover a estabilidade do sistema financeiro nacional;</p> <p>II - discutir medidas que visem o melhor funcionamento dos mercados financeiro, de capitais, de seguros, de previdência e capitalização;</p> <p>III - debater iniciativas de regulação e procedimentos de fiscalização relativos às atividades de mais de uma das entidades reguladoras dos mercados financeiro, de capitais, de seguros, de previdência e capitalização;</p> <p>IV - coordenar o intercâmbio de informações das entidades reguladoras dos mercados financeiro, de capitais, de seguros, de previdência e capitalização entre si e com instituições estrangeiras ou com organismos internacionais; e</p> <p>V - debater e propor ações coordenadas de regulação e fiscalização, inclusive as aplicáveis aos conglomerados prudenciais.</p>
Resolução Coremec nº 1 de 9/12/2020	<p>Art. 1º O Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec), instituído pelo Decreto nº 10.465, de 18 de agosto de 2020, no âmbito do Ministério da Economia, tem por finalidade promover a coordenação e o aprimoramento da atuação das entidades da administração pública federal que regulam e supervisionam os mercados financeiro, de capitais, de seguros, de previdência e capitalização.</p> <p>Art. 7º Compete ao Coremec:</p> <p>I - promover a articulação da atuação das entidades da administração pública federal que regulam e supervisionam os mercados financeiro, de capitais, de seguros, de previdência e capitalização, com o objetivo de promover a estabilidade do sistema financeiro nacional;</p> <p>II - discutir medidas que visem ao melhor funcionamento dos mercados financeiro, de capitais, de seguros, de previdência e capitalização;</p> <p>III - debater iniciativas de regulação e procedimentos de supervisão comuns às atividades de mais de uma das entidades reguladoras dos mercados financeiro, de capitais, de seguros, de previdência e capitalização;</p> <p>IV - coordenar o intercâmbio de informações das entidades reguladoras dos mercados financeiro, de capitais, de seguros, de previdência e capitalização entre si e com instituições estrangeiras e organismos internacionais;</p> <p>V - debater e propor ações coordenadas de regulação e fiscalização, inclusive as aplicáveis aos conglomerados financeiros; e</p> <p>VI - aprovar alterações neste Regimento, por unanimidade de votos dos membros presentes na reunião do colegiado em cuja pauta tenha sido prevista deliberação a respeito.</p>	





Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
CRSFN	Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017	<p>Art. 17. Antes da instauração ou durante a tramitação do processo administrativo sancionador, quando estiverem presentes os requisitos de verossimilhança das alegações e do perigo de mora, o Banco Central do Brasil poderá, cautelarmente:</p> <p>§ 4º Da decisão que julgar a impugnação caberá recurso, em última instância, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 29. Caberá recurso das decisões condenatórias, no prazo de 30 (trinta) dias, recebido com efeitos devolutivo e suspensivo, sem prejuízo da eficácia das medidas determinadas pelo Banco Central do Brasil na forma do art. 17 desta Lei.</p> <p>§ 1º A petição recursal será apresentada ao Banco Central do Brasil e deverá ser dirigida ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, última instância recursal no âmbito administrativo, para o julgamento do recurso.</p>
	Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998	<p>Art. 16. § 2º Caberá recurso das decisões do Coaf relativas às aplicações de penas administrativas ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.</p>
	Decreto nº 9.889, de 27 de junho de 2019	<p>Dispõe sobre o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e sobre o Comitê de Avaliação e Seleção de Conselheiros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.</p> <p>Art. 2º O CRSFN é órgão colegiado, de caráter permanente, integrante da estrutura organizacional do Ministério da Economia, e tem por finalidade julgar, em última instância administrativa, os recursos:</p> <p>I - de que tratam: o § 4º do art. 17 e no art. 29 da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017; o § 2º do art. 2º do Decreto-Lei nº 1.248, de 29 de novembro de 1972; o § 4º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976; o § 2º do art. 16 da Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998; e o parágrafo único do art. 9º da Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001;</p> <p>II - de decisões do Banco Central do Brasil:</p> <p>referentes à desclassificação e à descaracterização de operações de crédito rural; e</p> <p>relacionadas à retificação de informações, à aplicação de custos financeiros associados ao recolhimento compulsório, ao encaixe obrigatório e ao direcionamento obrigatório de recursos; e</p> <p>III - de decisões das autoridades competentes relativas à aplicação das sanções de que trata a Lei nº 9.613, de 1998.</p>
	Portaria MF nº 1.387, de 30 de agosto de 2024	ANEXO I REGIMENTO INTERNO DO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (CRSFN)



Entidade Reguladora:	Marcos Regulatórios Legais	Mandato regulatório
		<p>Art. 4º (<i>DO ANEXO I DO CRSFN</i>) Além da competência de julgamento tratada na legislação aplicável, compete ao CRSFN:</p> <p>I - representar ao Ministro de Estado da Fazenda, por intermédio do seu Presidente, sobre irregularidade constatada em autos de processos sob a sua competência;</p> <p>II - propor ao Ministro de Estado da Fazenda, por intermédio do seu Presidente, modificação no seu Regimento Interno; e III - deliberar sobre outros assuntos de seu interesse</p>

Fonte: elaboração própria.





APÊNDICE B – PESQUISA SOBRE AS REPORTAGENS

Canal de comunicação	Data de publicação	Link de referência	Posicionamento do artigo	Relevância do Twin Peaks no artigo	Críticas & Pontos de Atenção	Sugestões	Razões principais da reportagem	Promotor / Detrator ⁷⁰⁵
Valor econômico	17/7/24	https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/17/modelo-que-cria-super-reguladores-entre-bc-e-cvm-divide-opinies-de-especialistas.ghtml	neutro	protagonista	coexistência de mercados e produtos muito distintos e especializados dentro de um mesmo regulador; sobreposição de reguladores presente no modelo atual traz maior segurança ao mercado ("uma visão dupla que ajuda a regular novos mercados")		o próprio TP	Carlos Portugal (detrator)
Valor econômico	17/7/24	https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/17/fazenda-planeja-transformar-bc-e-cvm-em-super-reguladores-do-mercado.ghtml	positivo	protagonista	complexidade do assunto	implementação gradual	o próprio TP autonomia BCB: PEC65	Otavio Yazbek (promotor); Marcelo Trindade (promotor)
Valor econômico	17/7/24	https://valor.globo.com/impresso/noticia/2024/07/17/fazenda-desenha-proposta-para-transformar-bc-e-cvm-em-super-reguladores.ghtml	neutro com viés positivo	protagonista	complexidade do assunto	implementação gradual	o próprio TP a autonomia BCB: PEC65	Marcelo Trindade (promotor)

⁷⁰⁵ Classificação realizada com base apenas no conteúdo mencionado na própria reportagem e, portanto, não necessariamente representando a posição definitiva da pessoa citada na reportagem: Lista dos nomes (em ordem alfabética): **Armínio Fraga**, ex-presidente BCB; **Carlos Portugal**, professor de direito comercial da Universidade de São Paulo (USP) e ex-membro do CRSFN; **Flávio Rodrigues Bocater**, especialista em previdência complementar fechada e sócio do Bocater Advogados; **Gustavo Loyola**, ex-presidente BCB; **Jairo Saddi**, advogado e colunista do Valor Econômico; **Marcel Barros**, presidente da Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão e dos Beneficiários de Saúde Suplementar de Autogestão (Anapar); **Marcelo Barbosa**, ex-presidente CVM; **Marcelo Trindade**, ex-presidente da CVM; **Marcos Pinto**, secretário de Reformas Econômicas do Ministério da Fazenda; **Otavio Yazbek**, ex-diretor da CVM; **Ricardo Pena**, diretor-superintendente da Previc; **Roberto Teixeira da Costa**, ex-presidente da CVM;



Canal de comunicação	Data de publicação	Link de referência	Posicionamento do artigo	Relevância do <i>Twin Peaks</i> no artigo	Críticas & Pontos de Atenção	Sugestões	Razões principais da reportagem	Promotor / Detrator ⁷⁰⁵
Valor econômico	17/7/24	https://valor.globo.com/politica/noticia/2024/07/17/sem-acordo-pec-do-bc-fica-parado-depois-do-recesso.ghtml	neutro	secundário			autonomia BCB: PEC65	
Infomoney	17/7/24	https://www.infomoney.com.br/politica/fazenda-estuda-mudar-atribuições-de-bc-e-cvm-nos-moldes-do-reino-unido-diz-jornal/	neutro	protagonista		implementação gradual	autonomia BCB: PEC65	
Valor econômico	18/7/24	https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/18/proposta-de-super-regulador-no-mercado-de-capitais-e-padrao-ouro-diz-fraga.ghtml	positivo	protagonista	complexidade do assunto; sobreposição de reguladores presente no modelo atual traz maior segurança ao mercado ("uma visão dupla que ajuda a regular novos mercados"); coexistência de mercados e produtos muito distintos e especializados dentro de um mesmo regulador; necessidade de recursos adequados e autonomia financeira para os reguladores; debate sobre independência financeira dos reguladores	Implementação gradual maior debate	o próprio TP	Arminio Fraga (promotor); Marcelo Barbosa (promotor); Carlos Portugal (detrator); Flavio Rodrigues Bocater (detrator)
Valor econômico	18/7/24	https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/18/projeto-de-super-reguladores-permitir-melhor-fiscalizacao-do-credito-privado-diz-loyola.ghtml	positivo	protagonista	complexidade do assunto (culturas distintas); risco de elevação dos custos de operação (Febraban)	implementação gradual	escopo BCB: Mercado de Dívidas Corporativas no Mercado de Capitais	Gustavo Loyola (promotor)
Folha de São Paulo	20/7/24	https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2024/07/congresso-e-fazenda-discutem-mudanças-que-dao-mais-poder-ao-banco-central.shtml	neutro	protagonista		implementação gradual	autonomia BCB: PEC65	



Canal de comunicação	Data de publicação	Link de referência	Posicionamento do artigo	Relevância do <i>Twin Peaks</i> no artigo	Críticas & Pontos de Atenção	Sugestões	Razões principais da reportagem	Promotor / Detrator ⁷⁰⁵
Valor econômico	23/7/24	https://valor.globo.com/financas/coluna/modelo-twin-peaks.ghtml	positivo	protagonista	complexidade do assunto resistência à mudança	maior debate	o próprio TP	Marcelo Trindade (promotor)
Valor econômico	24/7/24	https://valor.globo.com/opiniao/noticia/2024/07/24/proposta-de-super-reguladores-expoe-as-falhas-da-supervisao.ghtml	positivo	protagonista	complexidade do assunto (culturas distintas); recursos adequados e autonomia financeira para os reguladores; debate sobre independência financeira dos reguladores	implementação gradual; maior debate	escopo BCB: Mercado de Dívidas Corporativas no Mercado de Capitais; autonomia BCB: PEC65; o próprio TP	Armínio Fraga (promotor); Gustavo Loyola (promotor)
Valor econômico	25/7/24	https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/25/representantes-de-previc-abrapp-e-anapar-se-queixam-da-falta-de-debate-sobre-proposta-de-super-regulador.ghtml	negativo	protagonista	risco de não priorização de setores financeiros; complexidade do assunto.	maior debate	o próprio TP	Ricardo Pena (detrator) Marcel Barros (detrator)
Valor econômico	5/8/24	https://valor.globo.com/opiniao/coluna/twin-peaks.ghtml	negativo	protagonista	complexidade do assunto; risco de não priorização de setores financeiros; duplicação das estruturas de regulação e supervisão.	maior debate	o próprio TP	Jairo Saddi (detrator)
Valor econômico	5/8/24	https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/08/05/e-importante-discutir-que-modelo-de-regulacao-queremos-para-o-pais-diz-marcos-pinto.ghtml	positivo	protagonista	complexidade do assunto; recursos adequados	implementação gradual	o próprio TP autonomia BCB: PEC65	Marcos Pinto (promotor)
Jota	6/8/24	https://www.iota.info/opiniao-e-analise/artigos/bc-cvm-e-susep-cada-um-no-seu-quadrado	positivo	protagonista	complexidade do assunto: mudanças na legislação; resistência à mudança; necessidade de empenho político.		o próprio TP	



Canal de comunicação	Data de publicação	Link de referência	Posicionamento do artigo	Relevância do <i>Twin Peaks</i> no artigo	Críticas & Pontos de Atenção	Sugestões	Razões principais da reportagem	Promotor / Detrator ⁷⁰⁵
Valor econômico	21/8/24	https://valor.globo.com/politica/coluna/efeitos-da-repactuacao-das-emendas-parlamentares.ghtml	neutro	secundário			autonomia BCB: PEC65; outros: debate sobre emendas parlamentares	
Valor econômico	2/1/25	https://valor.globo.com/financias/noticia/2025/01/02/e-muito-dificil-o-mercado-de-capitais-se-desenvolver-com-incertezas.ghtml	neutro	secundário			outros: reformas no sistema financeiro	
Valor econômico	7/1/25	https://valor.globo.com/opiniao/noticia/2025/01/07/governo-retoma-defesa-da-agenda-microeconomica.ghtml	neutro	secundário			outros: debate sobre a pauta das reformas microeconômicas	
Jota	27/1/25	https://www.iota.info/opiniao-e-analise/artigos/o-mercado-de-criptoativos-e-as-estruturas-de-regulacao-financeira	neutro com viés positivo	protagonista			escopo BCB: criptoativos	
Folha de São Paulo	20/2/25	https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2025/02/expansao-de-credito-via-mercado-de-capitais-reacende-debate-sobre-regulacao-do-bc.shtml	neutro com viés positivo	protagonista		implementação gradual	escopo BCB: mercado de dívidas corporativas no mercado de capitais	
O Globo	20/2/25	https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2025/02/20/bc-quer-expandir-poder-de-regulacao-para-alcançar-fundos-de-investimento.ghtml	neutro com viés positivo	secundário			autonomia BCB: PEC65 escopo BCB: mercado de dívidas corporativas no mercado de capitais	
Valor econômico	25/2/25	https://valor.globo.com/financias/coluna/se-m-retrocesso-nos-fundos-de-investimento.ghtml	positivo	protagonista			escopo BCB: mercado de fundos de investimento	Marcelo Trindade (promotor)
Valor econômico	11/3/25	https://valor.globo.com/financias/noticia/2025/03/11/cvm-esta-mais-proxima-da-industria-de-fundos-do-que-o-bc-diz-diretora.ghtml	neutro	secundário			escopo BCB: mercado de fundos de investimento outros: gestão frente à CVM	



Canal de comunicação	Data de publicação	Link de referência	Posicionamento do artigo	Relevância do Twin Peaks no artigo	Críticas & Pontos de Atenção	Sugestões	Razões principais da reportagem	Promotor / Detrator ⁷⁰⁵
Estadão	10/6/25	https://www.estadao.com.br/economia/coluna-do-broad/bc-quer-incluir-regulacao-do-mercado-de-capitais-na-pec-da-autonomia/?srsltid=AfmBOopEDMeIUi8FGgD0DnIA_9Y8efV6lAF0f4qidFeVZ3H4F_MFUqnyU	neutro	secundário			autonomia BCB: PEC65 escopo BCB: mercado de dívidas corporativas no mercado de capitais	
Valor econômico	27/6/25	https://valor.globo.com/opiniao/coluna/poderes-macropredenciais-para-o-bc-um-avanco-necessario.ghtml	neutro	secundário			Autonomia BCB: PEC65	
Jota	12/7/25	https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/o-processo-administrativo-sancionador-e-a-eficiencia-do-sistema-financeiro	neutro	secundário			outros: debate sobre o processo administrativo sancionador	
Valor econômico	24/7/25	'Presidente da CVM tem que ir para cima do governo' Finanças Valor Econômico	negativo	secundário	complexidade do assunto	ajustar o modelo atual ao invés de migrar rumo ao TP	CVM: saída do presidente.	
Folha de São Paulo	13/8/25	https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2025/08/cvm-diz-ao-governo-que-precisa-dobrar-numero-de-cargos-para-fiscalizar-mercado-de-capitais.shtml#:~:text=Autarquia%20enviou%20anteprojeto%20ao%20Minist%C3%A9rio%20da%20Gest%C3%A3o%20para%20tentar%20viabilizar%20aumento&text=A%20CVM%20(Comiss%C3%A3o%20de%20Valores,mercado%20de%20capitais%20no%20pa%C3%ADs.	neutro	secundário			CVM: desafios correntes	
Valor econômico	15/8/25	https://valor.globo.com/financas/coluna/os-reguladores-do-sfn-e-a-pec-no-65-2023.ghtml	neutro com viés positivo	secundário		maior debate		Marcelo Barbosa (promotor)
Valor econômico	18/8/25	https://valor.globo.com/financas/noticia/2025/08/18/ex-dirigentes-defendem-incluir-cvm-na-pec-de-autonomia-do-bc.ghtml	neutro com viés positivo	secundário		implementação gradual	autonomia BCB: PEC65; CVM: desafios correntes	



Canal de comunicação	Data de publicação	Link de referência	Posicionamento do artigo	Relevância do <i>Twin Peaks</i> no artigo	Críticas & Pontos de Atenção	Sugestões	Razões principais da reportagem	Promotor / Detrator ⁷⁰⁵
Valor econômico	5/9/25	https://valor.globo.com/financas/noticia/2025/09/05/e-inconcebivel-cargo-na-cvm-ficar-vago-por-meses-diz-10-presidente.ghml	negativo	secundário	Disparidade entre os reguladores ⁷⁰⁶			Roberto Teixeira da Costa (detrator)
Valor Investe	9/9/25	https://valorinveste.globo.com/mercados/noticia/2025/09/09/taxacao-e-fraudes-sao-desafios-nos-investimentos-diz-secretario-da-fazenda.ghml	positivo	secundário			crise interna (PCC no SFN)	Marcos Pinto (promotor)
Valor econômico	9/9/25	https://valor.globo.com/financas/noticia/2025/09/09/governo-deixa-de-arrecadar-r-40-bilhoes-por-ano-com-titulos-isentos-de-ir-diz-marcos-pinto.ghml	positivo	secundário			crise interna (PCC no SFN)	Marcos Pinto (promotor)
Valor Investe	11/9/25	https://valorinveste.globo.com/mercados/brasil-e-politica/noticia/2025/09/11/fazenda-volta-a-defender-modelo-de-super-regulador-no-mercado-apos-crises-recentes.ghml	positivo	protagonista		implementação gradual	o próprio <i>Twin Peaks</i> ; crise interna (PCC no SFN / Banco Master)	Marcos Pinto (promotor); Armínio Fraga (promotor)

Fonte: elaboração própria.

⁷⁰⁶ Na avaliação de Roberto Teixeira da Costa, primeiro presidente da CVM no país, de 1977 a 1979, o *Twin Peaks* tenderia a privilegiar o BCB (o “gigante”) em detrimento da CVM (o “anão”).



ANEXO A – MODELOS REGULATÓRIOS NOS SISTEMAS FINANCEIROS: EVOLUÇÃO E TENDÊNCIAS

MODELOS REGULATÓRIOS NOS SISTEMAS FINANCEIROS: EVOLUÇÃO E TENDÊNCIAS

Relatório de Pesquisa

Coordenador:

Prof. Dr. Thiago Saddi Tannous

Pesquisadores:

Ana Carolina Simões, Henrique Sena Rebouças Paschoal,

Júlia Fagundes Pescador, Pedro Geraldino, Sabrina Mattei Cunha

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2025





Sumário

1. INTRODUÇÃO	244
2. OBJETO DA PESQUISA	245
3. METODOLOGIA E REFERENCIAL TEÓRICO.....	246
3.1. Os três modelos regulatórios gerais.....	247
4. RESULTADOS DA PESQUISA	249
4.1. África do Sul.....	250
4.2. Alemanha.....	255
4.3. Arábia Saudita	259
4.4. Argentina	261
4.5. Austrália.....	263
4.6. Brasil.....	266
4.7. China.....	270
4.8. Coreia do Sul	273
4.9. Canadá	276
4.10. França	283
4.11. Estados Unidos	287
4.12. Índia	290
4.13. Indonésia.....	293
4.14. Itália	295
4.15. Japão	298
4.16. México	300
4.17. Turquia.....	304
4.18. Reino Unido.....	306
4.19. Rússia.....	309
5. CONCLUSÃO	313
6. REFERÊNCIAS	315





1. INTRODUÇÃO

Este estudo foi elaborado no âmbito de um projeto de extensão, do qual participaram estudantes de graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob minha coordenação.

O projeto foi realizado entre junho e outubro de 2025, a partir de iniciativa do ex-Presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), João Pedro Barroso do Nascimento, com o objetivo de estreitar os laços entre a autarquia e a academia.

O estudo investiga a evolução de modelos de regulação do sistema financeiro adotados em países do chamado G-20. A investigação foi realizada especificamente para subsidiar a Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade (ASA) da CVM em sua análise mais ampla sobre o tema.

De modo geral, as conclusões indicam que, ao longo dos últimos cinquenta anos, nos países investigados, há tendência de *concentração* de reguladores, em modelos que se distanciam, cada vez mais, do chamado modelo de regulação *setorial*, no qual a cada regulador compete a supervisão de áreas específicas do sistema financeiro. O modelo *setorial* é adotado no Brasil há muitas décadas, não sem apresentar sinais de desgastes que talvez demandem reparos e aprimoramentos.

O estudo adotou premissas metodológicas que contêm, naturalmente, limitações e certa dose de arbítrio. Nesse sentido, o principal ponto de partida para as classificações empregadas neste trabalho foi o estudo “*Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?*”, do Bank for International Settlements. Além disso, a limitação da análise aos países do G-20 tem inconvenientes. Para mencionar apenas um, ela não abrange alguns países com mercados relevantes, como os Países Baixos, que historicamente serviram de inspiração a estudos regulatórios feitos no Brasil. Por essas e outras razões, esta pesquisa não pretende exaurir o tema, e sim contribuir, de forma singela, ao debate público já colocado.

Reitero, por fim, que os pesquisadores são estudantes de graduação. Apesar de sua juventude e de mal terem deixado o Ensino Médio, demonstraram não só sua maturidade para examinar um tema complexo, com profundidade e objetividade, mas também seu compromisso com o espírito público – que, de resto, deve nortear permanentemente a vida em uma Universidade financiada pelo contribuinte.

São Paulo, 31 de outubro de 2025

Thiago Saddi Tannous

Professor Doutor do Departamento de Direito Comercial da

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo





2. OBJETO DA PESQUISA

Em 2024, reacendeu-se o debate sobre o atual modelo regulatório adotado no sistema financeiro brasileiro⁷⁰⁷. Desde a segunda metade do século XX, com a criação do Banco Central do Brasil – BCB, da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP e da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, o Brasil tem organizado o sistema de forma *setorial*. Isso significa que as competências e atribuições dos reguladores são definidas com base nas atividades econômicas realizadas pelos agentes regulados, como operações bancárias, ofertas de seguros, emissão e distribuição de valores mobiliários, entre outros.

Com a crescente complexidade do mercado financeiro brasileiro, o modelo adotado pode demonstrar limitações. Embora a organização setorial possibilite a especialização dos órgãos reguladores, ela encontra obstáculos na fiscalização e regulação em matérias nas quais pode haver sobreposição na atuação de reguladores (como em relação a conglomerados financeiros e fundos de investimento)⁷⁰⁸. Esses desafios não se restringem à realidade nacional, mas refletem um fenômeno global: à medida que os mercados se tornam mais sofisticados, diversos países têm buscado estratégias regulatórias alternativas ao longo das últimas décadas⁷⁰⁹.

Nesse sentido, o presente estudo analisa os diferentes modelos regulatórios dos sistemas financeiros dos 19 países integrantes do G20 (África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, China, Coreia do Sul, Canadá, Estados Unidos, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Turquia, Reino Unido, Rússia). Com isso, pretende-se compreender: **(i)** quais são os modelos regulatórios mais difundidos entre os países selecionados; e **(ii)** se existem tendências recentes com relação às reformas dos modelos regulatórios.

Esta pesquisa não pretende esgotar o tema, mas sim traçar um panorama que possa servir como parâmetro de comparação para discussões regulatórias no contexto brasileiro.

⁷⁰⁷ Valor Investe. **Ministério da Fazenda quer transformar BC e CVM em super-reguladores.** Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/brasil-e-politica/noticia/2024/07/17/ministerio-da-fazenda-quer-transformar-bc-e-cvm-em-super-reguladores.ghtml>.

⁷⁰⁸ YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2^a ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 197.

⁷⁰⁹ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais**: Fundamentos e Desafios. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 117 – 119.

Assim, além da análise do modelo atual, serão examinados tanto os órgãos reguladores de cada país, quanto a evolução histórica dos respectivos modelos regulatórios nos últimos cinquenta anos, a fim de se observar eventuais tendências na regulação desses 19 países – que, em conjunto, representam cerca de 85% da economia global.

3. METODOLOGIA E REFERENCIAL TEÓRICO

O ponto de partida desta pesquisa foi o estudo conduzido pelo *Financial Stability Institute* do *Bank for International Settlements* (BIS)⁷¹⁰, que mapeou a estrutura de supervisão financeira em 82 países e propôs uma taxonomia de modelos regulatórios (Setorial, Integrado – Banco Central, Integrado – Órgão Independente, Parcialmente Integrado – *Twin Peaks* e Parcialmente Integrado – Duas Agências). Tomou-se essa classificação como *hipótese* de trabalho a ser confrontada com a evolução regulatória observada – embora ela não fosse, evidentemente, a única classificação possível à investigação da matéria.

A partir daquela base, realizou-se um levantamento documental em duas frentes principais. A primeira consistiu na coleta de fontes secundárias, abrangendo livros especializados, artigos científicos e relatórios institucionais sobre os sistemas de regulação financeira das economias do G20. Complementarmente, foram consultadas páginas oficiais de órgãos governamentais e reguladores financeiros de cada país. Nos casos em que a barreira linguística se mostrou mais acentuada (especialmente em países com alfabetos distintos do latino), foram referidos relatórios e análises de escritórios de advocacia e de consultorias locais, de reconhecida atuação no setor financeiro.

A segunda frente buscou identificar e analisar diretamente as principais normas da supervisão financeira de cada país que definiram ou reformaram os modelos. A partir dessa análise normativa, o objetivo foi delimitar quais seriam os reguladores principais referidos pela literatura e pela prática regulatória. Eventuais agências acessórias ou de competências muito restritas foram desconsideradas, privilegiando-se a identificação das autoridades com papel efetivo na fiscalização e regulação dos sistemas financeiros.

⁷¹⁰ CALVO, Daniel; CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; GUTIÉRREZ, Oscar Pascual. *Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?* FSI Insights on policy implementation No 8, Bank for International Settlements, April 2018.

Embora a classificação de modelos regulatórios envolva necessariamente certo grau de simplificação e, consequentemente, de subjetividade, buscou-se mitigar o risco da arbitrariedade mediante a ponderação de fatores políticos, históricos e econômicos que condicionaram a evolução institucional em cada país. Dessa forma, a pesquisa pretende não apenas descrever a transição entre modelos, mas também identificar possíveis tendências convergentes no âmbito do G20.

4. Os três modelos regulatórios gerais: Setorial, Integrado e Parcialmente Integrado

Antes de avançar à análise comparativa, é necessário apresentar os três modelos regulatórios gerais delineados pelo BIS. A exposição de suas características oferece o quadro conceitual indispensável para compreender a lógica subjacente aos diferentes modelos de supervisão financeira e, a partir dela, interpretar as transformações ocorridas nas economias do G20 ao longo das últimas décadas.

O **Modelo Setorial** (*Sectoral Model*) representa a forma tradicional de organização da supervisão financeira. Nele, cada setor – bancos, seguros e valores mobiliários – é regulado e fiscalizado por uma autoridade distinta, que acumula funções tanto prudenciais quanto de conduta de mercado em seu respectivo domínio. Trata-se de um modelo historicamente adotado por diversos países a partir da segunda metade do século XX:

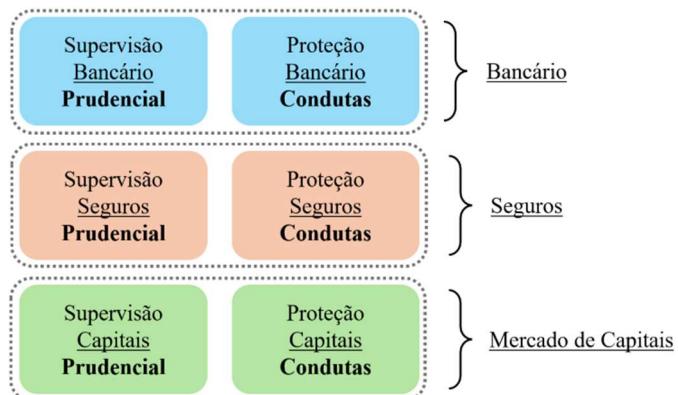


Figura 4: Representação Gráfica - Modelo Setorial

O **Modelo Integrado** (*Integrated Model*), por sua vez, concentra em uma única autoridade todas as atribuições de supervisão, tanto prudencial quanto de conduta sobre os diferentes segmentos do mercado financeiro. Essa autoridade pode ser um **banco central** (*Integrated - CB*) ou um **órgão independente** (*Integrated - SSA*). A unificação

busca explorar sinergias, embora suscite preocupações quanto a potenciais conflitos de interesse e excesso de concentração de poder regulatório:

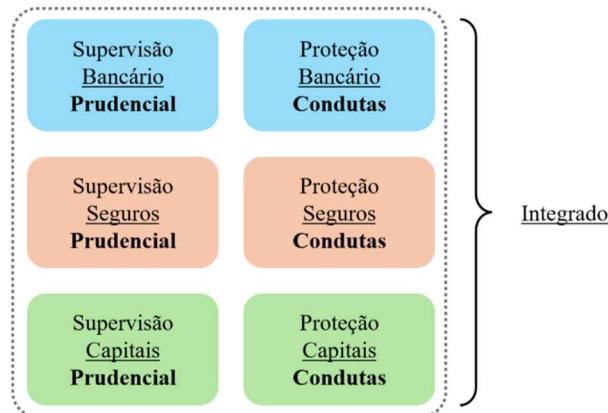


Figura 5: Representação Gráfica - Modelo Integrado

Já o **Modelo Parcialmente Integrado (Partially Integrated Model)** organiza a supervisão de forma funcional, e não setorial. Seu principal exemplo é o **Twin Peaks**, no qual coexistem duas autoridades distintas: uma dedicada à estabilidade prudencial em todos os setores regulados e outra voltada à proteção do consumidor e à conduta de mercado:

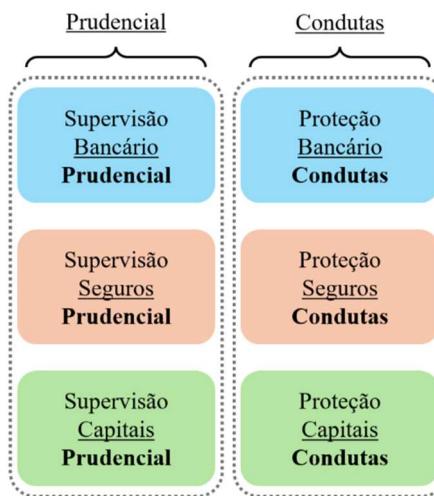


Figura 6: Representação Gráfica - Modelo Twin Peaks

Outro modelo é o **Modelo de Duas Agências (Two Agency Model)**, em que uma autoridade supervisiona conjuntamente distintos segmentos financeiros, como bancos e seguradoras, enquanto outra é responsável pelo mercado de capitais. Nesse modelo, não há organização por objetivos, mas sim concentração de mais de um setor regulado em uma das agências:



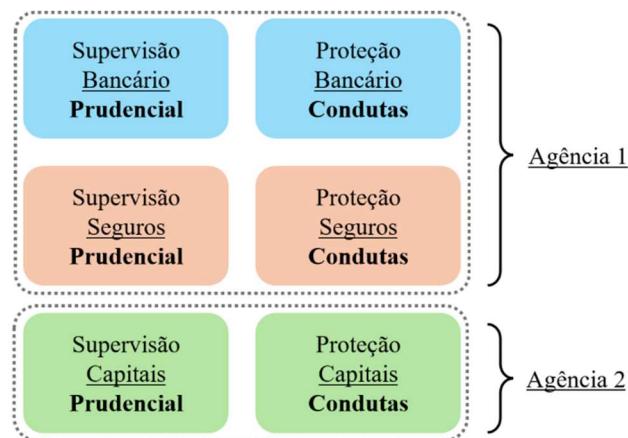


Figura 7: Representação Gráfica - Modelo Duas Agências

Como ressaltado pelo próprio estudo, na prática, muitos países adotam modelos híbridos que combinam características de mais de uma categoria, e nem todos os modelos se encaixam perfeitamente nessas classificações⁷¹¹. É o caso, por exemplo, dos Estados Unidos e do Canadá, cujos modelos foram descritos como **Modelos Atípicos**.

5. RESULTADOS DA PESQUISA

Os resultados obtidos a partir do levantamento normativo e bibliográfico permitem traçar um panorama sobre a evolução dos modelos regulatórios no âmbito do G20. A análise revelou não apenas os modelos vigentes em cada país, mas também o percurso histórico que conduziu à sua configuração atual, destacando as principais reformas legais, a criação de novas autoridades e os fatores econômicos e políticos que impulsionaram essas mudanças.

A seguir, apresentam-se o modelo atualmente adotado por cada país do G20, suas instituições centrais, o desenvolvimento histórico que moldou suas respectivas trajetórias e, por fim, os diplomas normativos que estruturam cada sistema financeiro. Os países foram apresentados por ordem alfabética.

⁷¹¹ CALVO; CRISANTO; HOHL; GUTIÉRREZ, *op. cit.*, p. 5.



6. ÁFRICA DO SUL

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Parcialmente Integrado (*Twin Peaks*).

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

O modelo sul-africano de *Twin Peaks* é frequentemente descrito como “não puro”, composto por “uma montanha, dois picos e alguns morros”, expressão que ilustra sua estrutura particular⁷¹². Diferencia-se dos modelos adotados em outros países pela coexistência de múltiplas autoridades, que atuam em paralelo aos dois reguladores centrais, conforme se observa a seguir:

- **South African Reserve Bank (SARB):** o banco central do país, descrito como “a montanha”, detém poderes regulatórios próprios, que são distintos dos da Autoridade Prudencial (PA). Essas competências incluem a preservação da estabilidade financeira, a supervisão macroprudencial e o monitoramento de instituições financeiras de importância sistêmica. Além disso, o SARB exerce funções cruciais de resolução bancária, supervisiona o sistema de pagamentos e é responsável pela regulação do câmbio⁷¹³.
- **Prudential Authority (PA):** um dos “dois picos”, a autoridade prudencial funciona como uma entidade com personalidade jurídica própria, embora esteja estabelecida dentro do SARB⁷¹⁴. A sua principal responsabilidade é a supervisão prudencial de todas as instituições financeiras (i.e.: a regulação microprudencial). Os seus objetivos legais são: promover a segurança e a solidez das instituições financeiras e das infraestruturas do mercado, proteger os clientes financeiros contra o risco de que essas instituições não cumpram suas obrigações e auxiliar na manutenção da estabilidade financeira⁷¹⁵.

⁷¹² HAVEMANN, Roy. “Twin Peaks in South Africa”, in GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (editors). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**, Cambridge: Cambridge University Press, 2021, pp. 133-152, p. 142.

⁷¹³ Ibid., p. 145; HEERDEN, Corlia Van; NIEKERK, Gerda Van. **Twin Peaks in South Africa: a new role for the central bank**, in Law and Financial Markets Review, v. 11, no. 4, 2017, pp. 154-162.

⁷¹⁴ HAVEMANN, *op. cit.*, p. 146.

⁷¹⁵ Ibid., pp. 147-148.



- **Financial Sector Conduct Authority (FSCA)**: o segundo “pico” do modelo é a autoridade de conduta de mercado, cuja missão é proteger consumidores de produtos e serviços financeiros e garantir que as instituições financeiras tratem seus clientes de forma justa. A reforma inclui a transição para um quadro regulatório de conduta único⁷¹⁶.
- **National Credit Regulator (NCR)**: criado em 2005, é o regulador de conduta de mercado para o setor de crédito. Sua responsabilidade abrange toda a extensão de crédito, desde grandes bancos até pequenos credores. A manutenção do NCR como uma entidade separada no modelo *Twin Peaks* gerou debates, pois uma parte significativa da conduta de mercado no varejo busca garantir o acesso dos clientes a informações adequadas sobre produtos de crédito. A existência de reguladores distintos para produtos de crédito e outros produtos financeiros, como contas que combinam serviços transacionais com uma linha de crédito, cria riscos de sobreposição ou lacunas regulatórias⁷¹⁷.
- **Financial Intelligence Centre**: criada em 2001, é a autoridade regulatória que atua especialmente no combate a crimes financeiros. Sua principal responsabilidade é implementar regulamentos para combater lavagem de dinheiro⁷¹⁸.
- **Ombuds**: apelidados de “morros”, são os canais voluntários ou estatutários de recurso para os consumidores. Servem como meio de resolução de conflitos alternativo aos tribunais, sendo geralmente gratuitos para clientes, que não são obrigados a aceitar a decisão final e podem levar a disputa à justiça a qualquer momento. As instituições financeiras, por outro lado, geralmente são vinculadas às decisões do *Ombud*. Com a implementação do *Twin Peaks*, iniciou-se um esforço em direção a um “*Ombud* único”⁷¹⁹.

⁷¹⁶ Ibid., p. 148.

⁷¹⁷ Ibid., p. 149.

⁷¹⁸ BAKER MCKENZIE. “Who regulates banking and financial services in your jurisdiction?”, in **Global Financial Services Regulatory Guide - South Africa**, 2024. Disponível em: <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-financial-services-regulatory-guide/europe-middle-east-and-africa/south-africa>.

⁷¹⁹ HAVEMANN, op. cit., p. 150.



No que se refere à coordenação desses componentes, o modelo sul-africano distingue-se pela adoção de uma abordagem altamente prescritiva de “*hard law*”, impondo um dever estatutário e detalhado de cooperação entre os múltiplos órgãos de coordenação. Esse modelo contrasta com a flexibilidade do modelo australiano, baseado em mecanismos informais e MoUs⁷²⁰, e aproxima-se do Reino Unido, que também prevê um dever legal de cooperação, mas com a peculiaridade de conferir ao Tesouro e à PRA poderes de intervenção direta na atuação da FCA⁷²¹.

Evolução Histórica do Sistema Financeiro:

Antes da transição para o modelo *Twin Peaks*, o sistema regulatório financeiro da África do Sul era descrito como funcional, parcialmente integrado e horizontalmente dividido. Essa estrutura evoluiu de um rígido modelo em que cada setor (bancos, seguradoras, mercado de capitais) era regulado de forma isolada e desalinhada com as práticas internacionais⁷²².

Após reformas iniciadas no final dos anos 1980, a supervisão foi dividida entre duas autoridades principais: o *South African Reserve Bank* (SARB), que regulava as instituições de depósito, e o *Financial Services Board* (FSB), responsável pelos demais serviços financeiros não bancários, como seguradoras e o mercado de capitais⁷²³. No entanto, essa divisão principal mascarava uma fragmentação ainda maior. O sistema contava com uma série de reguladores díspares e sem uma autoridade coordenadora central, incluindo o *National Credit Regulator* para o crédito ao consumidor e outras entidades para áreas específicas, além de funções delegadas a organizações autorreguladoras como a Bolsa de Valores de Joanesburgo (JSE)⁷²⁴. Ainda que não

⁷²⁰ GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. **Twin Peaks: South Africa's financial sector regulatory framework**, in South Africa Law Journal, 134(3), pp. 665-702, p. 700.

⁷²¹ GODWIN, Andrew. **Australia's Trek Towards Twin Peaks - Comparisons with South Africa**, in Law and Financial Markets Review, v. 11, no. 4, 2017, pp. 183-193, p. 187; e QUMBA, Mmiselo Freedom. **A Comparative Analysis of The Twin Peaks Model of Financial Regulation in South Africa and The United Kingdom**, South African Law Journal, v. 139, no. 1, 2022, pp. 78-113, p. 103.

⁷²² BOTHA, Erika; MAKINA, Daniel. **Financial Regulation And Supervision: Theory and Practice In South Africa**, in International Business & Economics Research Journal, v. 10, no. 11, 2011, pp. 27-36, p. 32.

⁷²³ SCHMULOW, Andrew. **Financial regulatory governance in South Africa: the move towards Twin Peaks**, in African Journal of International and Comparative Law, v. 25, no. 3, 2017, pp. 393-417, p. 401-405.

⁷²⁴ BOTHA; MAKINA, *op. cit.*, p. 32.



possuísse a estrutura clássica de três autoridades distintas, o modelo era fundamentalmente setorial, pois sua divisão se baseava no tipo de instituição, e não em objetivos unificados como prudência ou conduta⁷²⁵.

Embora essa configuração tenha demonstrado resiliência durante a Crise Financeira de 2008, sua fragmentação gerava significativas ineficiências⁷²⁶. O sistema resultava em sobreposição normativa, lacunas de supervisão, e incentivava a arbitragem regulatória, além de refletir uma realidade de mercado marcada pela alta concentração em poucos conglomerados financeiros, baixa competitividade, produtos complexos com estruturas de taxas pouco transparentes e exclusão de parte relevante da população sul-africana. Essas deficiências motivaram a subsequente reforma, que levou à implementação do *Twin Peaks*⁷²⁷.

A jornada rumo ao modelo *Twin Peaks* começou formalmente em 2007, com uma revisão do sistema de regulação financeira iniciada pelo Tesouro Nacional da África do Sul (*Republic of South Africa National Treasury*). Essa análise, ampliada após a Crise Financeira de 2008, culminou na publicação, em 2011, do documento “*A Safer Financial Sector to Serve South Africa Better*”, conhecido como “*Red Book*”⁷²⁸. Com base nas recomendações desse documento, o Gabinete sul-africano aprovou a transição para o sistema *Twin Peaks* em julho de 2011. O processo legislativo avançou com a apresentação do Projeto de Lei de Regulação do Setor Financeiro (*Financial Sector Regulation Bill*) ao Parlamento em outubro de 2015, sendo finalmente aprovado em agosto de 2017⁷²⁹.

A implementação, no entanto, foi planejada para ser um processo faseado e sequencial. A criação da Autoridade Prudencial (*Prudential Authority*) e da Autoridade de Conduta do Setor Financeiro (*Financial Sector Conduct Authority*) em 1º de abril de

⁷²⁵ GODWIN, *op. cit.*, p. 183-193.

⁷²⁶ Republic of South Africa National Treasury. **A safer financial sector to serve South Africa better**, 2011, pp. 2-4. Disponível em: <https://www.treasury.gov.za/twinpeaks/20131211%20-%20item%20a%20safer%20financial%20sector%20to%20serve%20south%20africa%20better.pdf>.

⁷²⁷ Republic of South Africa National Treasury. **Twin Peaks in South Africa: response and explanatory document (Accompanying the Second Draft of the Financial Sector Regulation Bill)**, 2014, pp. 6 - 7. Disponível em: <https://www.treasury.gov.za/public%20comments/fsr2014/2014%2012%20Response%20document.pdf>.

⁷²⁸ Republic of South Africa National Treasury. **A safer financial sector to serve South Africa better**, 2011.

⁷²⁹ HAVEMANN, *op. cit.*, pp. 133-134.



2018 marcou a conclusão da primeira fase da reforma, que se concentrou no estabelecimento das novas autoridades e na legislação fundamental. A segunda fase, ainda em curso, tem como objetivo desenvolver novas leis para consolidar o modelo, incluindo uma nova legislação unificada de conduta de mercado.

Apesar de ter respondido à fragmentação e às ineficiências do modelo setorial anterior, a literatura tem apontado críticas relevantes à configuração do *Twin Peaks* na África do Sul. Uma das principais ressalvas diz respeito à sua complexidade, devido à coexistência de múltiplos centros regulatórios para além dos “dois picos”. Nesse sentido, a manutenção do *National Credit Regulator* fora da estrutura central é vista como fonte de sobreposição e potenciais conflitos⁷³⁰. Também são recorrentes as preocupações quanto à independência operacional dos reguladores, tanto pelo envolvimento do Executivo em instâncias decisórias⁷³¹ quanto pela vinculação institucional da Autoridade Prudencial ao SARB⁷³². Por fim, o desenho do modelo pressupõe elevados níveis de coordenação entre múltiplos órgãos, e a literatura ressalta que eventuais falhas nesse ponto podem comprometer a efetividade do regime⁷³³.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Financial Sector Regulation Act 9 of 2017.
- South African Reserve Bank Act, 1989.

⁷³⁰ Cf., a esse respeito, SCHMULOW, Andrew. **Retail Market Conduct Reforms in South Africa Under Twin Peaks**, in University of Western Australia-Faculty of Law Research Paper, No. 2018, 2018, p. 12.

⁷³¹ “[T]he proposed regulatory framework attempts to achieve a balance between the need to ensure operational independence on the part of the regulators and the need to recognise the role and involvement of the executive government. Although the executive government does not have any explicit powers to veto a decision of a regulator, determine a 'lead regulator' or direct that government policy be followed, the executive government has structural involvement with the regulators through its representation on committees of the FSCA, and also its extensive role in the key co-ordinating body between the regulators, namely the Financial System Council of Regulators. The extent to which government is embedded within the structure of the regulatory framework raises questions about the operational independence of the regulators and whether in practice they will be able fully to perform their functions 'without fear, favour or prejudice', as the legislation requires” (GODWIN; HOWSE; RAMSAY, *op. cit.*, p. 699).

⁷³² “[T]he legal status of the PA may be a source of some confusion. Numerous comments on the draft Bill have highlighted the ambiguity caused by the status of the PA. Given that it is a separate juristic person embedded within the structure of the SARB - but is not a subsidiary and is composed almost entirely of SARB members - there is a risk that the PA and the SARB will adopt the same way of thinking over time and that 'group think' will prevail” (*Ibid.*, p. 701).

⁷³³ *Ibid.*, p. 700.



- Financial Markets Act, 2012.
- National Credit Act, 2005.
- Financial Services Ombud Schemes Act, 2004.

7. ALEMANHA

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Integrado – Órgão Independente.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

A Alemanha adota um modelo integrado de supervisão financeira, estruturado em torno da BaFin, que concentra a regulação de diversos setores em uma única autoridade:

- **Federal Financial Supervisory Authority (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFin*)**: agência federal vinculada ao Ministério das Finanças (MoF), atua como autoridade integrada de supervisão do setor financeiro. É responsável pela supervisão prudencial de bancos, seguradoras e fundos de pensão, bem como pela regulação de intermediários de mercado de capitais, conduta de mercado e proteção ao consumidor. Seu orçamento é financiado por taxas cobradas das instituições supervisionadas. No caso específico da supervisão bancária, a BaFin atua em estreita cooperação com o *Deutsche Bundesbank*, que participa da supervisão diária e compartilha responsabilidades, característica que confere ao modelo alemão seu caráter híbrido⁷³⁴.
- **Deutsche Bundesbank**: Banco Federal Alemão, apoia a BaFin na supervisão contínua das instituições de crédito, analisando relatórios e avaliando a adequação de capital e dos procedimentos de gestão de risco. Atua como os “olhos e ouvidos” da BaFin e fornece informações para a tomada de decisões, embora a BaFin retenha a responsabilidade final⁷³⁵.

⁷³⁴ INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Germany: Financial Sector Assessment Program Technical Note - Regulation and Supervision of less significant institutions**, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2022, p. 12.

⁷³⁵ BAKER MCKENZIE. “Who regulates banking and financial services in your jurisdiction?”, in **Global Financial Services Regulatory Guide - Germany**, 2024. Disponível em: <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-financial-services-regulatory-guide/europe-middle-east-and-africa/germany>; e SCHÜLER, *op. cit.*, pp. 17-19.





Além disso, as autoridades estaduais também mantêm atribuições específicas, especialmente no mercado de capitais e no setor de seguros. Nos valores mobiliários, por exemplo, são responsáveis pela supervisão das bolsas de valores em seus territórios, em articulação com a BaFin, que atua em nível federal. No campo dos seguros, cabe-lhes a fiscalização de seguradoras regionais e de menor porte, enquanto as companhias privadas de maior relevância econômica são supervisionadas diretamente pela BaFin.

Por fim, no âmbito da União Europeia, a Alemanha integra instâncias supranacionais de supervisão e regulação⁷³⁶.

EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO SISTEMA FINANCEIRO:

A supervisão financeira na Alemanha, no período anterior a 2002, era caracterizada por uma estrutura fragmentada e setorial. O modelo não possuía uma autoridade única, mas sim instituições supervisoras distintas para seguros, mercado de valores mobiliários e setor bancário.

No setor bancário, após a experiência de descentralização no pós-guerra, a Lei Bancária de 1961 (*Gesetz über das Kreditwesen* - KWG) restabeleceu a supervisão em âmbito federal por meio do *Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen* (BAKred). Este órgão foi incumbido de fiscalizar as instituições de crédito e prevenir práticas que pudesse comprometer a solidez do sistema. O *Deutsche Bundesbank* manteve papel de destaque, sobretudo no acompanhamento cotidiano das operações bancárias e na coleta de informações, aproveitando sua rede de bancos centrais regionais⁷³⁷. Em cada estado federal, havia uma autoridade de supervisão para os bancos de poupança públicos⁷³⁸.

No campo dos seguros, a regulação tinha raízes mais antigas: ainda em 1951 foi criado o *Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen* (BAV), que sucedeu experiências anteriores, descontinuadas no pós-guerra. A partir de 1973, após a

⁷³⁶ Cf., a esse respeito: INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Germany: Financial Sector Assessment Program Technical Note - Regulation and Supervision of less significant institutions**, p. 13; POTO, Margherita Paola. **The financial supervisory authority in Germany**, in Revista Direito das Políticas Públicas, v. 2, n. 1, Rio de Janeiro: Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro, 2020, pp. 90-125, p. 92.

⁷³⁷ DETZER, Daniel et al. **The German Financial System and the Financial and Economic Crisis**, Cham: Springer International Publishing, 2017, pp. 92-93.

⁷³⁸ FISCHER, Karl-Hermann; PFEIL, Christian. “Regulation and Competition in German Banking: An Assessment”, in KRAHNEN, Jan P.; SCHMIDT, Reinhard H. **The German Financial System**, New York: Oxford University Press Inc., 2004, pp. 291-350, p. 300.

transferência da supervisão das associações de poupança e empréstimo para o BAKred, o BAV concentrou-se exclusivamente no setor securitário⁷³⁹. Diferentemente do que aconteceu com a Lei Bancária de 1961, a Federação não assumiu totalmente a competência sobre a lei relativa aos seguros, deixando os estados federados algumas disposições de execução⁷⁴⁰.

Já a supervisão do mercado de valores mobiliários foi a última a ser instituída em âmbito federal, o que ocorreu apenas em 1995 com a *Zweites Finanzmarktförderungsgesetz*. Por meio dessa lei, foi criado o *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel* – BAWe, com o objetivo de assegurar a integridade e a transparência dos mercados de capitais⁷⁴¹. Até então, as bolsas de valores alemãs eram organizadas regionalmente e supervisionadas formalmente pelos Estados, que, contudo, adotavam uma política de não interferência, em um ambiente marcado pela autorregulação e pela baixa transparência⁷⁴². A aceitação do fortalecimento da supervisão federal em 1995 só se deu porque as competências dos Estados também foram ampliadas, resultando em um modelo complexo de supervisão em vários níveis⁷⁴³.

Em resposta à crescente integração dos mercados e ao surgimento de grandes conglomerados financeiros⁷⁴⁴ – um fenômeno conhecido como *Allfinanz* e exemplificado pela aquisição do Dresdner Bank pela Allianz –, a Alemanha optou pela consolidação de sua estrutura. Em 1º de maio de 2002, os três órgãos setoriais federais foram unificados na *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin)⁷⁴⁵. A criação de um supervisor único e integrado buscou prevenir arbitragens regulatórias, gerar eficiência por meio de economias de escala, permitir uma avaliação de riscos mais abrangente sobre os

⁷³⁹ DETZER, Daniel et al, *op. cit.*, p. 92.

⁷⁴⁰ FRACH, Lotte. Finanzaufsicht in Deutschland und Großbritannien: Die BaFin und die FSA im Spannungsfeld der Politik, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, 2008, p. 63.

⁷⁴¹ DETZER, Daniel et al, *op. cit.*, p. 93-94.

⁷⁴² DETZER, Daniel; HERR, Hansjörg. “Financial regulation in Germany”, in KATTEL, Rainer; KGREGEL, Jan; TONVERONACHI, Mario (editors). **Financial Regulation in the European Union**, Oxon: Routledge, 2016, pp. 41-77, p. 49

⁷⁴³ FRACH, *op. cit.*, p. 61.

⁷⁴⁴ MWENDA, Kenneth K.; MVULA, Judith M. **A framework for unified financial services supervision: Lessons from Germany and other European countries**. Journal of International Banking Regulation, v. 5, n. 1, 2003, p. 35-56, set. 2003, p. 37.

⁷⁴⁵ Ibid., p. 2.



conglomerados e reforçar a competitividade da Alemanha como centro financeiro internacional⁷⁴⁶.

A centralização sob a BaFin não eliminou por completo as competências estaduais, mas redefiniu seu alcance. No setor de seguros, por exemplo, a BaFin passou a supervisionar as companhias privadas de maior relevância econômica, enquanto os *Länder* mantiveram a fiscalização sobre seguradoras regionais e de menor porte. Já no âmbito do mercado de capitais, consolidou-se uma estrutura em três níveis: a BaFin, responsável pela aplicação da Lei de Negociação de Valores Mobiliários (*Wertpapierhandelsgesetz - WpHG*) e pela supervisão de mercado em nível federal; as autoridades estaduais, encarregadas da fiscalização das bolsas; e os órgãos internos de supervisão de cada bolsa, dedicados ao monitoramento diário das negociações. Dessa forma, a supervisão financeira alemã após 2002 combinou a integração em torno da BaFin com a preservação de atribuições locais, refletindo um modelo híbrido que buscava equilibrar eficiência regulatória e tradição federativa⁷⁴⁷.

Mais recentemente, falhas graves de supervisão, como os escândalos envolvendo a Wirecard e o Greensill Bank, expuseram fragilidades no sistema e levaram a novas reformas. Em resposta, os poderes da BaFin foram ampliados, conferindo-lhe autoridade exclusiva para conduzir auditorias forenses e implementando um regime mais rigoroso para a supervisão de relatórios financeiros de companhias abertas, demonstrando a contínua evolução do modelo regulatório alemão⁷⁴⁸.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCIERO:

- Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG, 2002.
- Banking Act (Kreditwesengesetz – KWG), 1961.
- Lei de Negociação de Valores Mobiliários (*Wertpapierhandelsgesetz - WpHG*), 1994.
- Lei de Supervisão de Seguros (*Versicherungsaufsichtsgesetz – VAG*), 2015.

⁷⁴⁶ SCHÜLER, *op. cit.*, pp. 2-3.

⁷⁴⁷ FRACH, *op. cit.*, p. 75-80.

⁷⁴⁸ INTERNATIONAL MONETARY FUND. Germany: Financial Sector Assessment Program Technical Note - Regulation and Supervision of less significant institutions, p. 5; 16.



8. ARÁBIA SAUDITA

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Setorial.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Saudi Central Bank (SAMA):** criado originalmente como *Saudi Arabian Monetary Authority* em 1952 e renomeado em 2020, mantém a sigla histórica “SAMA” devido ao reconhecimento institucional consolidado. É responsável por preservar a estabilidade monetária, garantir a solidez e a confiança no setor financeiro e apoiar o crescimento econômico. Suas atribuições incluem: emissão da moeda nacional, atuação como banqueiro do governo, supervisão de bancos e corretores de câmbio, aconselhamento sobre dívida pública, gestão das reservas cambiais e condução da política monetária. Também regula empresas de financiamento, provedores de hipotecas, *leasing* e fintechs, além de supervisionar a infraestrutura de pagamentos digitais por meio da plataforma *Saudi Payments*⁷⁴⁹.
- **Capital Market Authority (CMA):** criada em 2003, é uma autoridade governamental independente, com autonomia financeira, administrativa e jurídica, reportando-se diretamente ao Primeiro-Ministro. Sua função é regular e desenvolver o mercado de capitais saudita, promovendo transparência, confiança e proteção aos investidores. Entre suas competências estão: regular a emissão e negociação de valores mobiliários, supervisionar práticas de governança das empresas listadas e combater fraudes e manipulações⁷⁵⁰.
- **Insurance Authority (IA):** é um novo regulador unificado e independente para o setor de seguros, estabelecido por decreto real em agosto de 2023 e que iniciou suas operações em novembro do mesmo ano. Esse regulador substitui as atribuições da SAMA e do *Council of Cooperative Health Insurance* (CHI). Seu mandato inclui atribuições como estabilizar e promover o setor, proteger os direitos dos segurados, consolidar princípios contratuais de seguro e incentivar

⁷⁴⁹ RAMADY, Mohamed A. **Financial Regulation and Liberation: Saudi Arabia's Path Towards True Global Partnership**, London: Springer Briefs in Economics, 2021, pp. 1-22.

⁷⁵⁰ CAPITAL MARKET AUTHORITY (CMA). **Capital Market Law.** Disponível em: <https://cma.gov.sa/en/RulesRegulations/CMALaw/Pages/default.aspx>; e CAPITAL MARKET AUTHORITY (CMA). **About Capital Market Authority.** Disponível em: <https://cma.gov.sa/en/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx>.



fusões e digitalização. É responsável pelo licenciamento e supervisão de todas as atividades de seguros e resseguros, exigindo sistemas de governança, gestão de riscos e auditoria interna. A IA também supervisiona cibersegurança, cria banco de dados centralizado de sinistros e combate à fraude⁷⁵¹.

EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO SISTEMA FINANCEIRO:

A trajetória regulatória da Arábia Saudita começou de forma incipiente, com um mercado de capitais ainda informal no início dos anos 1950⁷⁵². O marco institucional inicial foi a criação da *Saudi Arabian Monetary Authority* (SAMA), em 1952, responsável pela emissão da moeda nacional, supervisão de bancos e gestão das reservas cambiais.

O fortalecimento de seu papel ocorreu com a Lei de Controle Bancário (*Banking Control Law*) de 1966, que conferiu à SAMA amplos poderes regulatórios sobre o sistema bancário e instituiu o modelo de banco universal no país. Nas décadas seguintes, a SAMA expandiu suas funções, assumindo também a regulação de seguros, financiamento, hipotecas e *fintechs*⁷⁵³.

A partir dos anos 2000, o sistema financeiro saudita passou por um processo de liberalização e alinhamento a padrões globais, impulsionado pelo programa Visão 2030⁷⁵⁴.

Em 2003, foi criada a *Capital Market Authority* (CMA), marco da modernização do mercado de capitais, com a transferência da supervisão de ações da SAMA para essa

⁷⁵¹ AL TAMIMI & CO. **KSA Insurance Regulatory 2023 Round-up**. Publicado em 05/01/2024. Disponível em: <https://www.tamimi.com/news/ksa-insurance-regulatory-2023-round-up/>; NORTON ROSE FULBRIGHT. **Transforming Saudi Arabia's Insurance Landscape: The Role and Impact of the New Saudi Insurance Authority**. Publicado em 03/2024. Disponível em: <https://www.nortonrosefulbright.com/en-th/knowledge/publications/f4f1e0fe/transforming-saudi-arabias-insurance-landscape>; e HOLMAN FENWICK WILLAN. **Saudi Arabia Insurance Authority's release the much-anticipated draft insurance law**. Publicado em 08/07/2025. Disponível em: <https://www.hfw.com/insights/saudi-arabia-insurance-authoritys-release-the-much-anticipated-draft-insurance-law/>.

⁷⁵² CAPITAL MARKET AUTHORITY (CMA). **About Capital Market Authority**, *op. cit.*

⁷⁵³ RAMADY, *op. cit.*, pp. 1-20; SAUDI CENTRAL BANK (SAMA). **Historical Preview**. Disponível em: <https://www.sama.gov.sa/en-US/About/pages/samahistory.aspx>; SAUDI CENTRAL BANK (SAMA). **The Historical Framework Of The Currency Of Saudi Arabia**. Disponível em: <https://www.sama.gov.sa/en-US/Currency/Pages/HistoricalInfo.aspx>.

⁷⁵⁴ RAMADY, *op. cit.*, p. 26; CAPITAL MARKET AUTHORITY (CMA). **Capital Market Law**, *op. cit.*; KINGDOM OF SAUDI ARABIA. **Vision Realization Program: Financial Sector Development Program**. Disponível em: <https://www.vision2030.gov.sa/en/explore/programs/financial-sector-development-program>.



nova autoridade. A CMA introduziu padrões de governança, combate a fraudes e mecanismos de proteção ao investidor⁷⁵⁵.

O marco mais recente e transformador foi a criação, em 2023, da *Insurance Authority* (IA), que se tornou o regulador independente e unificado do setor de seguros⁷⁵⁶.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Saudi Central Bank Law (Royal Decree No. M36), 2020.
- Capital Market Law (Royal Decree No. (M/30), 2003.
- Royal Decree No. 85 on 28/1/1445AH, 2023.

9. ARGENTINA

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Setorial.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Banco Central de la República Argentina (BCRA):** autoridade monetária do país, responsável por preservar o valor da moeda, a estabilidade do sistema financeiro e contribuir para o desenvolvimento econômico com equidade social. Entre suas competências estão a emissão exclusiva de notas e moedas, a regulação da quantidade de crédito e dinheiro em circulação, a administração das reservas internacionais, a centralização da política cambial, a supervisão do sistema bancário, a atuação como agente financeiro do Estado e o exercício da função de credor de última instância⁷⁵⁷.
- **Comisión Nacional de Valores (CNV):** organismo autárquico vinculado ao Ministério da Economia que tem como função principal a promoção, supervisão e controle do mercado de capitais argentino, com a missão de proteger os investidores e fomentar um mercado transparente que contribua para o crescimento econômico e social. Atua garantindo a livre participação e a

⁷⁵⁵ CAPITAL MARKET AUTHORITY (CMA). *Capital Market Law*, *op. cit.*; e CAPITAL MARKET AUTHORITY (CMA), *About Capital Market Authority*, *op. cit.*

⁷⁵⁶ KINGDOM OF SAUDI ARABIA. *Financial Sector Development Program - Program Charter 2021*, 2021. Disponível em: https://www.vision2030.gov.sa/media/ud5micju/fsdp_eng.pdf.

⁷⁵⁷ BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA. *Historia del Banco Central*. Disponível em: <https://www.bcra.gob.ar/Institucional/Historia.asp>.



integridade do mercado por meio de regulamentações claras, previsíveis e estáveis, pautadas por valores de austeridade, transparência, eficiência e confiança⁷⁵⁸.

- **Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN):** autoridade autárquica responsável por regular e supervisionar o setor de seguros na Argentina. Suas competências incluem emitir normas para disciplinar contratos e entidades seguradoras, controlar a atuação de produtores-assessores, regular o regime de riscos do trabalho e a prevenção à lavagem de ativos, além de promover seguros inclusivos e microseguros alinhados à estratégia de inclusão financeira⁷⁵⁹.

Evolução Histórica do Sistema Financeiro:

O BCRA foi criado, em 1935, em resposta à instabilidade monetária e financeira da década de 1930, como uma entidade mista. Desde sua origem concentrou funções centrais do sistema financeiro: emissão exclusiva de moeda, regulação do crédito e do dinheiro, administração das reservas internacionais, supervisão do sistema bancário, centralização da política cambial, atuação como agente financeiro do Estado e credor de última instância. Ao longo de sua história, seu mandato foi reformulado em diferentes momentos: após a nacionalização de 1946, priorizou o desenvolvimento econômico; em 1992, no contexto do Plano de Convertibilidade, recebeu mandato único de preservar o valor da moeda; e em 2012 retomou um mandato múltiplo, que combina estabilidade monetária e financeira com promoção do desenvolvimento econômico e da equidade social⁷⁶⁰.

A SSN foi criada em 1937 em resposta à desconfiança generalizada no setor após diversas seguradoras não honrarem suas obrigações no ano anterior. Ao longo de sua trajetória, acompanhou o desenvolvimento econômico e social do país, influenciando e sendo influenciada por marcos normativos relevantes, como a Lei de Contrato de Seguro (17.418/1967), a Lei de Entidades de Seguros e seu Controle (20.091/1973) e a Lei de

⁷⁵⁸ MINISTERIO DE ECONOMÍA. **Quiénes somos - CNV.** Disponível em: <https://www.argentina.gob.ar/cnv/institucional/quienes-somos>.

⁷⁵⁹ MINISTERIO DE ECONOMÍA. **La Superintendencia celebra su 85º aniversario.** Publicado em 21/06/2022. Disponível em: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-superintendencia-celebra-su-85deg-aniversario>.

⁷⁶⁰ BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA, *op. cit.*



Riscos do Trabalho (24.557/1995), entre outras. Atualmente, sua agenda prioriza a ampliação de direitos e a inclusão de grupos historicamente desatendidos, a promoção de seguros inclusivos e microseguros, a proteção ao segurado por meio do Departamento de Orientação e Assistência ao Segurado (DOAA), o fortalecimento institucional e a adaptação do mercado às transformações tecnológicas e aos desafios globais, como mudanças climáticas e sustentabilidade⁷⁶¹.

A CNV, por sua vez, foi criada em 1968 pela Lei de Oferta Pública (Lei 17.811) como organismo autárquico sob a órbita do Ministério da Economia. Desde então, sua atuação foi sendo ajustada por marcos normativos, hoje consolidados na Lei de Mercado de Capitais (26.831), com modificações introduzidas pela Lei de Financiamento Produtivo (27.440). Ao longo de sua evolução, a CNV ampliou os requisitos e regulamentos para a oferta pública de títulos, incluindo normas para emissores estrangeiros, agências de rating e mecanismos de eficiência com bolsas domésticas, sempre buscando maior transparência, proteção ao investidor e fortalecimento do mercado de capitais argentino⁷⁶².

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Carta Orgánica del BCRA (Ley 24.144), 1992.
- Ley de Entidades Financieras (Ley 21.526), 1977.
- Ley de Mercado de capitales (Ley 26.831), 2013.
- Ley de Financiamiento Productivo (Ley 27.440), 2018.
- Ley de Entidades de Seguros y su Control (Ley 20.091), 1973.
- Ley de Seguros (Ley 17.418), 1967.
- Ley de Régimen de los Productores Asesores de Seguros (Ley 22.400), 1981.

10. AUSTRÁLIA

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Parcialmente Integrado (*Twin Peaks*).

⁷⁶¹ MINISTERIO DE ECONOMÍA. *La Superintendencia celebra su 85º aniversario*, *op. cit.*

⁷⁶² MINISTERIO DE ECONOMÍA. *Quiénes somos – CNV*, *op. cit.*; OTEIZA, Carlos; ANDERLIC, ALEJANDRO. *Argentina: Capital Markets*, *in International Financial Law Review*, 5, 1997, p. 6.





COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Australian Prudential Regulation Authority (APRA):** é responsável pela regulação prudencial. O seu foco principal é a solvência das instituições e a estabilidade do sistema financeiro. A APRA regulamenta os setores de depósitos, seguros e previdência. O objetivo é garantir que as instituições financeiras se mantenham em uma posição financeira sólida, evitando a promoção de instabilidade no sistema financeiro. Suas responsabilidades incluem a proteção dos interesses dos depositantes de instituições financeiras⁷⁶³.
- **Australian Securities and Investments Commission (ASIC):** é a agência responsável pela regulação de companhias, condutas de mercado e proteção ao consumidor. A ASIC tem como um de seus objetivos promover a participação confiante e informada de investidores e consumidores no sistema financeiro. Ela é encarregada de regular a *Corporations Act 2001*, que é a principal lei-quadro para a regulamentação de corporações e prestadores de serviços financeiros na Austrália. A ASIC também tem o poder de emitir declarações regulatórias e de políticas para orientar as entidades reguladas sobre como a legislação deve ser interpretada e aplicada⁷⁶⁴.
- **Reserve Bank of Australia (RBA):** o banco central da Austrália é responsável pela política monetária e pela estabilidade financeira, incluindo a garantia de um sistema de pagamentos seguro e confiável. Após a desregulamentação na década de 1980, a RBA tornou-se gerente da política monetária e supervisora regulatória. O RBA também desempenha um papel na gestão de crises, como visto no seu apoio durante a crise financeira global⁷⁶⁵.

⁷⁶³ GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. **A jurisdictional comparison of the twin peaks model of financial regulation.** Journal of Banking Regulation, v. 18, p. 103-131, Abril 2017, p. 106.

⁷⁶⁴ "(2) In performing its functions and exercising its powers, ASIC must strive to: (a) maintain, facilitate and improve the performance of the financial system and the entities within that system in the interests of commercial certainty, reducing business costs, and the efficiency and development of the economy; and (b) promote the confident and informed participation of investors and consumers in the financial system; (...)" (AUSTRÁLIA. **Australian Securities and Investments Commission Act 2001.** Compilação nº 56, 19 de março de 2015).

⁷⁶⁵ GODWIN; HOWSE; RAMSAY. *op. cit.*



Evolução Histórica do Sistema Financeiro:

A primeira onda de reformas do sistema financeiro australiano ocorreu entre os anos 1970 e o início da década de 1980. Ela buscou responder às fragilidades expostas por crises inflacionárias e de produtividade. Esse processo de desregulamentação foi impulsionado pelo Relatório Campbell de 1981⁷⁶⁶, que recomendou maior abertura financeira. Como resultado, o dólar australiano passou a flutuar, os controles de capital foram removidos e a entrada de bancos estrangeiros foi autorizada. Contudo, a falta de supervisão adequada contribuiu para a recessão dos anos 1990, o que levou à instauração da Investigação Wallis em 1996⁷⁶⁷.

O Relatório Wallis concluiu que a regulação setorial era ineficiente e sugeriu a adoção do modelo *Twin Peaks*, posteriormente implementado em 1997⁷⁶⁸. Esse modelo estabeleceu uma divisão funcional entre a supervisão prudencial, sob responsabilidade da APRA, e a regulação de conduta de mercado e proteção ao consumidor, atribuída à ASIC. A proposta buscava alinhar a estrutura regulatória à realidade de um mercado em rápida evolução, no qual as fronteiras entre produtos e instituições se tornavam difusas.

A experiência prática revelou desafios. O colapso da seguradora HIH em 2001 expôs falhas de coordenação e de compartilhamento de informações entre APRA e ASIC. A Comissão Real, que investigou o caso, confirmou a adequação do modelo, recomendando ajustes em vez da criação de um “super-regulador”⁷⁶⁹. Para reforçar a cooperação, instituiu-se o Conselho de Reguladores Financeiros (CFR) e firmou-se um memorando de entendimento entre as agências, consolidando a coordenação institucional⁷⁷⁰.

Posteriormente, durante a crise financeira global de 2008, o sistema Twin Peaks demonstrou resiliência, sendo apontado como um dos fatores para a resposta relativamente bem-sucedida da Austrália⁷⁷¹. Já em 2010, ajustes adicionais ocorreram, como a transferência da supervisão em tempo real do mercado da Australian Securities Exchange (ASX) para a ASIC, acompanhando a fragmentação e a entrada de novas plataformas⁷⁷².

Em síntese, o modelo *Twin Peaks* australiano consolidou-se como uma resposta estruturada à complexidade dos mercados financeiros modernos. Embora tenha enfrentado episódios críticos, como o colapso da HIH, sua evolução por meio do fortalecimento da coordenação regulatória e da adaptação funcional permitiu manter um sistema robusto e eficaz, capaz de lidar tanto com choques internos quanto com turbulências globais.

⁷⁶⁶ BLACK, Susan et al. **A History of Australian Corporate Bonds**. RDP 2012-09, Reserve Bank of Australia, Dezembro 2012, p. 13.

⁷⁶⁷ BERGER-THOMSON, Laura; BREUSCH, John; LILLEY, Louise. **Australia's experience with economic reform**. Treasury Working Paper, The Treasury, Outubro 2018, p. 2 -3.

⁷⁶⁸ Ibid., p. 17 - 18.

⁷⁶⁹ GODWIN; HOWSE; RAMSAY. *op. cit.*, p. 106 - 107.

⁷⁷⁰ GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (editors). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**, Cambridge: Cambridge University Press, 2021, pp. 75 - 78.

⁷⁷¹ BERGER-THOMSON; BREUSCH; LILLEY. *op. cit.*, p. 10.

⁷⁷² AUSTRALIAN INVESTMENT COUNCIL. **Australia's evolving capital markets**: response to ASIC discussion paper on the dynamics between public and private markets. Abril 2025.



PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Australian Securities and Investments Commission Act 2001, nº 51, 2001, Compilation nº 56, 19 March 2015.
- Australian Prudential Regulation Authority Act, 1998.
- Corporations Act 2001. Comp. nº 50, 2001.
- Securities Industry Act 1970. Act nº 35, 1970.

11. BRASIL

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Setorial.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Conselho Monetário Nacional (CMN):** é o órgão normativo superior do Sistema Financeiro Nacional (SFN), responsável por regular a política geral do mercado de valores mobiliários, bem como a utilização do crédito em todas as suas modalidades. Suas atribuições incluem fixar a orientação geral a ser seguida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e definir as atividades que ela deve exercer em coordenação com o Banco Central do Brasil (BCB). Ele não executa nem fiscaliza diretamente, mas estabelece diretrizes e normas para os órgãos executores⁷⁷³.
- **Banco Central do Brasil (BCB):** criado pela Lei da Reforma Bancária (Lei nº 4.595/1964), é a principal entidade supervisora dos mercados monetário, de crédito e cambial. Seus objetivos estão descritos na Lei Complementar nº 179/2021 e sua competência abrange a disciplina e fiscalização das operações bancárias típicas, como captação de recursos e empréstimos, e dos mercados monetário (*open market*) e cambial. O BCB fiscaliza as instituições financeiras, exceto nas matérias de competência exclusiva da CVM, e exerce o controle do crédito e do câmbio. Ele também pode celebrar convênios com a CVM e outros órgãos para o intercâmbio de informações e cooperação na fiscalização. Conforme a Lei nº 4.728/1965, compete ao BCB disciplinar as condições de

⁷⁷³CEREZETTI, Sheila C. In: CODORDIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais:** Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 106 - 113.





constituição e funcionamento de sociedades corretoras e distribuidoras e supervisionar suas atividades⁷⁷⁴.

- **Comissão de Valores Mobiliários (CVM):** é a autarquia federal responsável pela regulação e fiscalização do mercado de capitais no Brasil. Criada pela Lei nº 6.385/1976 para assumir as funções que antes eram do BCB nesse segmento, a CVM opera em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, mas com autonomia administrativa, financeira e sem subordinação hierárquica. Sua competência é delimitada pela definição legal de "valor mobiliário", que inclui ações, debêntures, cotas de fundos de investimento, contratos derivativos, contratos de investimento coletivo, entre outros. Suas atribuições são multifacetadas e incluem a função normativa, exercida pela edição de Instruções e Resoluções que detalham o funcionamento do mercado; a função de registro, autorizando a emissão de valores e o funcionamento de participantes como companhias abertas, bolsas e corretoras; a função fiscalizadora, por meio do acompanhamento contínuo do mercado para identificar práticas ilícitas; e a função punitiva, aplicando sanções como multas e inabilitação após a condução de Processo Administrativo Sancionador. Essencialmente, sua missão primordial é proteger os investidores contra fraudes e práticas irregulares, estimular a poupança e promover o desenvolvimento de um mercado eficiente e transparente⁷⁷⁵.
- **Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP):** define a política, diretrizes e normas do mercado de seguros privados. Compete-lhe regular e fiscalizar participantes do Sistema Nacional de Seguros Privados (SNSP), fixar regras gerais de seguros, previdência aberta, capitalização e resseguro, definir diretrizes de resseguro, estabelecer critérios de constituição e limites

⁷⁷⁴ EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais:** regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

⁷⁷⁵ TRINDADE, Marcelo. **O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil.** In: SADDI, Jairo (org.). Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002. pp. 297-328.



operacionais de seguradoras, entidades de previdência e resseguradoras, e disciplinar a corretagem e a profissão de corretor⁷⁷⁶.

- **Superintendência de Seguros Privados (SUSEP):** é a entidade encarregada de supervisionar e fiscalizar os mercados de seguros, previdência privada aberta, capitalização e resseguro. Sua criação ocorreu em 1966, por meio do Decreto-Lei nº 73/66, que também instituiu o SNSP. Esse sistema engloba o CNSP, a própria SUSEP, os resseguradores, as sociedades autorizadas a atuar em seguros privados e capitalização, as entidades de previdência privada aberta e os corretores devidamente habilitados⁷⁷⁷.
- **Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC):** sucessor do antigo Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC), é o responsável por normatizar o regime de previdência complementar administrado pelas entidades fechadas de previdência complementar. Sua estrutura e seu funcionamento estão definidos no Decreto nº 7.123/2010, e em seu Regimento Interno aprovado pela Portaria MPS nº 132/2011⁷⁷⁸.
- **Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC):** criada pela Lei nº 12.154/2009, exerce a função de supervisionar e fiscalizar as entidades fechadas de previdência complementar, além de implementar as políticas voltadas ao regime de previdência complementar por elas administrados. Trata-se de uma autarquia vinculada ao Ministério da Previdência Social que também faz parte do Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec), ao lado do BCB, CVM e SUSEP, visando à coordenação da atuação dos reguladores⁷⁷⁹.

⁷⁷⁶ GOV.BR. **Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP).** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fcomposicao%2Fcnsp.asp>.

⁷⁷⁷ POLETO, Glamir; GONÇALVES, Oksandro. **O Papel do Sistema Nacional de Seguros Privados na Ordem Econômica.** Revista Jurídica da Presidência, v. 21, n. 124, 2019, pp. 319 - 340.

⁷⁷⁸ GOV.BR. **Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC).** Disponível em: <https://www.gov.br/participamaisbrasil/conselho-nacional-de-previdencia-complementar>.

⁷⁷⁹ GOV.BR. **O Sistema Financeiro Nacional.** Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/sistema-financeiro-nacional>. Acesso em: 05/09/2025.



Evolução Histórica do Sistema Financeiro:

A atual arquitetura de supervisão financeira brasileira remonta às reformas institucionais das décadas de 1960 e 1970. O marco inicial foi a Reforma Bancária de 1964 (Lei nº 4.595/1964), que instituiu o CMN e o BCB⁷⁸⁰. O objetivo era compartmentalizar o sistema, atribuindo a cada tipo de instituição uma função específica, de modo a estruturar um modelo setorial de supervisão. Esse desenho se justificava pela baixa complexidade dos produtos financeiros da época e pela clara separação entre os segmentos de atuação⁷⁸¹.

Nesse modelo, o BCB supervisionava os mercados monetário, de crédito e cambial, além do mercado de valores mobiliários, por meio de sua Diretoria de Mercado de Capitais. Contudo, a crise especulativa de 1971 — a chamada "quebra da Bolsa do Rio" — expôs fragilidades estruturais e a necessidade de um regulador especializado. Esse processo culminou na criação da CVM pela Lei nº 6.385/1976⁷⁸². Assim, consolidou-se a divisão setorial: o BCB manteve a supervisão do sistema bancário e monetário; a CVM assumiu o mercado de valores mobiliários; a SUSEP passou a cuidar do setor de seguros, previdência aberta e capitalização; e, posteriormente, a PREVIC ficou responsável pelos fundos de pensão⁷⁸³. Esse modelo refletia a ideia de que cada mercado apresentava riscos próprios que demandavam reguladores especializados.

Com o tempo, porém, a evolução do mercado financeiro trouxe novos desafios. A formação de conglomerados financeiros e a sofisticação dos produtos reduziram a clareza das fronteiras entre os mercados⁷⁸⁴. Nesse contexto, emergiram problemas como a arbitragem regulatória, as sobreposições de competência, as lacunas de supervisão e o conflito entre funções prudenciais e de conduta. No caso brasileiro, o BCB historicamente privilegia a solvência e estabilidade do sistema, enquanto a CVM se concentra em transparência e proteção ao investidor.

No Brasil, um movimento inicial em direção a maior integração foi a criação do Coremecc em 2006, fórum de coordenação entre BCB, CVM, SUSEP e PREVIC. Contudo, a iniciativa perdeu força devido à resistência institucional e à pressão de interesses setoriais⁷⁸⁵. Atualmente, discute-se novamente a possibilidade de transição para um modelo por objetivos, próximo ao *Twin Peaks*, a fim de eliminar duplicações

⁷⁸⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **O que é a CVM?**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 11. Disponível em: www.investidor.gov.br. Acesso em: 05/09/2025.

⁷⁸¹ VALADARES, Marcio. **Twin Peaks no sistema financeiro brasileiro**: em busca de lições da experiência internacional. Brasil, Economia e Governo, 2024. Disponível em: <https://www.brasil-economia-governo.org.br/2024/10/17/twin-peaks-no-sistema-financeiro-brasileiro-em-busca-de-licoes-da-experiencia-internacional/>. Acesso em: 05/09/2025.

⁷⁸² VIDOR, George. **A História da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes**. Rio de Janeiro: ANBIMA; BM&FBOVESPA, 2016, p.

⁷⁸³ YAZBEK, op. cit., p. 202.

⁷⁸⁴ VALADARES, op. cit.

⁷⁸⁵ TRINDADE, Marcelo. **A reforma da regulação dos mercados no Brasil**. Valor Investe, Rio de Janeiro, 13 out. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/marcelo-trindade/coluna/a-reforma-da-regulacao-dos-mercados-no-brasil.ghtml>.



regulatórias de lidar com conglomerados financeiros a partir da separação entre regulação prudencial e de condutas⁷⁸⁶.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964 (Reforma Bancária).
- Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 (CMN e BCB).
- Decreto-lei nº 73, de 21 de novembro de 1966 (CVM).
- Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (SUSEP).
- Lei nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009 (PREVIC).
- Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021 (BCB).

12. CHINA

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Duas Agências.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Administração Nacional de Regulamentação Financeira (NFRA):** a NFRA herdou da Comissão Reguladora de Bancos e Seguros da China (CBIRC) a responsabilidade de supervisionar e regulamentar de forma unificada todo o setor financeiro chinês, com exceção do setor de valores mobiliários. Suas principais competências incluem a supervisão de bancos, companhias de seguros, gestoras de ativos financeiros, empresas de arrendamento financeiro, companhias fiduciárias, empresas de financiamento de automóveis e de consumo, e outras instituições financeiras que aceitam depósitos⁷⁸⁷.
- **Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China (CSRC):** autoridade centralizada e unificada responsável pela supervisão e regulamentação do mercado de valores mobiliários e de futuros da China. Estabelecida em 1992, suas funções foram consolidadas em 1998, tornando-se a única reguladora para

⁷⁸⁶ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais:** Fundamentos e Desafios. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 100.

⁷⁸⁷ MCKENZIE, Baker. **Who regulates banking and financial services in your jurisdiction?: China.** Global Financial Services Regulatory Guide, Baker McKenzie Resource Hub. [S.I.]: Baker McKenzie, [s.d.]. Disponível em: <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-financial-services-regulatory-guide/asia-pacific/china/topics/who-regulates-banking-and-financial-services-in-your-jurisdiction>.



esses mercados. A CSRC tem amplos poderes, que incluem a formulação de regras para o mercado, a aprovação de ofertas públicas e a listagem de valores mobiliários, a investigação e punição de violações como fraudes, insider trading e manipulação de mercado. Ela também supervisiona as bolsas de valores (Shanghai e Shenzhen), empresas de valores mobiliários, empresas de gestão de fundos de investimento e outras instituições de serviço do mercado. A CSRC desempenha um papel duplo, agindo tanto como reguladora quanto como promotora do desenvolvimento do mercado de capitais, o que por vezes gera conflitos de interesse⁷⁸⁸.

- **Banco Popular da China (PBOC):** o banco central da China e, historicamente, era o único órgão supervisor de todo o setor financeiro. Com a criação das comissões especializadas, suas funções de supervisão microprudencial para os setores bancário, de seguros e de valores mobiliários foram transferidas. No entanto, o PBOC continua a desempenhar um papel crucial no sistema financeiro, sendo responsável pela formulação e implementação da política monetária, pela supervisão do mercado interbancário de títulos e do sistema de compensação interbancária. Além disso, o PBOC é a autoridade reguladora para provedores de serviços de pagamento não financeiros e tem a responsabilidade de regular as atividades de combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo, exigindo que as instituições financeiras implementem controles internos robustos⁷⁸⁹.

EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO SISTEMA FINANCEIRO:

A evolução histórica do modelo regulatório chinês pode ser compreendida a partir de fases distintas que refletem as transformações institucionais e econômicas do país desde a década de 1980. O processo iniciou-se com a ausência de uma regulação centralizada, quando o renascimento do mercado de capitais ocorreu de forma informal e fragmentada. Empresas e governos locais emitiram ações e títulos sem coordenação do governo central, o que levou à criação das bolsas de Xangai e Shenzhen em 1990. Nesse período, a supervisão era difusa, exercida por diferentes órgãos e, sobretudo, por

⁷⁸⁸ HU, Grace Xing; PAN, Jun; WANG, Jiang. **Chinese Capital Market: An Empirical Overview.** Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2018, pp. 9 - 10.

⁷⁸⁹ MCKENZIE, *op. cit.*



autoridades locais, o que resultava em conflitos de competência e falta de uniformidade regulatória⁷⁹⁰.

A primeira centralização ocorreu a partir de 1992, em resposta a crises de mercado que expuseram as falhas do modelo descentralizado. Foram criados o Comitê de Valores Mobiliários do Conselho de Estado (SCSC) e a Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China (CSRC), marco inicial da consolidação de uma autoridade central para o mercado de capitais⁷⁹¹. A partir de 1998, com a extinção do SCSC, a CSRC assumiu a supervisão exclusiva sobre valores mobiliários e futuros, enquanto a regulação bancária e de seguros foi atribuída a órgãos especializados (CBRC e CIRC). Essa configuração consolidou o modelo setorial chinês, no qual cada segmento possuía um regulador próprio, enquanto o Banco Popular da China manteve foco em política monetária e no mercado interbancário⁷⁹².

A busca por maior integração levou à fusão da CBRC e da CIRC em 2018, criando a CBIRC e estabelecendo um modelo de “duas agências”: CSRC para o mercado de capitais e CBIRC para bancos e seguros. Mais recentemente, em 2023, esse processo culminou na criação da Administração Nacional de Regulamentação Financeira (NFRA), que passou a supervisionar todo o setor financeiro, exceto os mercados de capitais, sob a responsabilidade da CSRC. Esse modelo marca a configuração regulatória atual do país, baseada em maior concentração de competências e simplificação da supervisão⁷⁹³.

As motivações que conduziram à estrutura vigente refletem fatores pragmáticos. O mercado de capitais surgiu como instrumento de financiamento das empresas estatais (SOEs), que necessitavam de capital e de maior eficiência⁷⁹⁴. Além disso, crises de mercado impulsionaram reformas sob uma lógica de “crash-then-law”, na qual as normas surgiam em resposta a colapsos e fraudes⁷⁹⁵. Nesse contexto, o governo manteve o duplo papel de regulador e acionista e com o ingresso da China na OMC, em 2001, acelerou a liberalização e a convergência regulatória às práticas internacionais, ampliando a transparência e o acesso de investidores estrangeiros⁷⁹⁶.

Apesar dos avanços, persistem desafios estruturais. O principal é o conflito de interesses decorrente da posição do Estado como regulador e acionista majoritário, o que compromete a imparcialidade regulatória. Problemas de governança corporativa permanecem, sobretudo em SOEs, com práticas que prejudicam minoritários. A proteção judicial aos investidores ainda é limitada, e a excessiva intervenção regulatória pode sufocar a inovação. Por fim, o dilema entre liberalização e estabilidade continua a marcar a atuação do governo, que busca atrair investimentos sem comprometer o controle político e a segurança financeira.

⁷⁹⁰ MA, Jingyun; SONG, Fengming; YANG, Zhishu. **The dual role of the government**: securities market regulation in China 1980-2007. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, v. 18, n. 2, p. 158-177, 2010, p. 164.

⁷⁹¹ WEI, Yuwa. **The Development of the Securities Market and Regulation in China**. Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Review, v. 27, n. 3, 2005, p. 489.

⁷⁹² WANG, Jiangyu. **Dancing with Wolves**: Regulation and Deregulation of Foreign Investment in China's Stock Market. *Asian-Pacific Law & Policy Journal*, v. 5, p. 1-61, 2004, p. 9.

⁷⁹³ MCKENZIE, *op. cit.*

⁷⁹⁴ WANG, *op. cit.*, p. 3.

⁷⁹⁵ CHEN, Zhiwu. **Capital markets and legal development**: The China case. *China Economic Review*, v. 14, n. 4, p. 451-472, 2003.

⁷⁹⁶ MA; SONG; YANG. *op. cit.*, p. 166.



PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Interim Regulations on Supervision and Management of State-owned Assets of Enterprises, Pequim, CN: State Council, 13 mai. 2003.
- Securities Investment Fund Law of the People's Republic of China. Revisada e adotada na 30^a Sessão do Comitê Permanente do Décimo Primeiro Congresso Nacional do Povo, 28 dez. 2012.
- Securities Law of the People's Republic of China (2019 Revision). Revisada na 15^a Sessão do Comitê Permanente do Décimo Terceiro Congresso Nacional do Povo, 28 dez. 2019.

13. COREIA DO SUL

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Integrado – Órgão Independente.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Financial Services Commission (FSC):** a FSC é uma agência administrativa pública central, subordinada ao Gabinete do Primeiro-Ministro, responsável pela deliberação e determinação das políticas financeiras e outras questões importantes de supervisão financeira na Coreia do Sul. Suas principais competências incluem a formulação de políticas para o mercado de capitais e a supervisão geral do sistema financeiro, incluindo a autorização e o licenciamento de instituições financeiras. A FSC também tem autoridade para emitir ordens e tomar medidas contra instituições financeiras e bolsas de valores para proteger os investidores, manter práticas comerciais sólidas e garantir a estabilidade do mercado. Além disso, a FSC supervisiona o FSS, que atua como seu braço executivo⁷⁹⁷.
- **Financial Supervisory Service (FSS):** o FSS atua como o braço executivo de supervisão da FSC. Criado em 1999 pela unificação de quatro órgãos de supervisão setoriais (bancário, de valores mobiliários, de seguros e não bancário), o FSS tem como função principal a inspeção e supervisão de instituições financeiras. Suas atividades incluem a análise das operações das

⁷⁹⁷ SEO, Tae-Yong; CHOI, Kevin (Woo Hyuk); PARK, Yong Jin. **South Korea: Capital Markets.** Legal 500 Country Comparative Guides 2025. Shin & Kim, 2024, p. 2.



empresas financeiras, sua posição financeira e capacidade de gestão de riscos, além de verificar o cumprimento das leis relevantes. O FSS também é responsável pela supervisão do mercado de capitais, operando o sistema de divulgação de informações para manter o funcionamento saudável dos mercados primário e secundário, e investigando práticas comerciais desleais para garantir a integridade do mercado. Além disso, o FSS desempenha um papel importante na proteção dos consumidores de serviços financeiros, lidando com reclamações e mediando disputas⁷⁹⁸.

Evolução Histórica do Sistema Financeiro:

Após a tomada de poder por Park Chung-Hee em 1961, a Coreia do Sul consolidou um modelo de desenvolvimento baseado no intervencionismo estatal. O sistema financeiro tornou-se uma ferramenta central dessa estratégia, com a nacionalização dos bancos comerciais, a subordinação do Banco Central ao Ministério das Finanças e a imposição de controles de capital para isolar o mercado doméstico. O governo regulava taxas de juros e direcionava o crédito para setores estratégicos, em especial os grandes conglomerados (*chaebols*), no contexto da política de Indústrias Pesadas e Químicas dos anos 1970. Apesar de promover rápido crescimento econômico, esse modelo resultou em um setor financeiro burocratizado e empresas altamente endividadas⁷⁹⁹.

No final dos anos 1980, iniciou-se um processo de liberalização, tanto pela demanda dos *chaebols* por capital estrangeiro quanto por pressões externas, sobretudo dos Estados Unidos. Essa abertura foi conduzida de forma gradual e assimétrica, envolvendo a privatização de bancos, a criação de novos intermediários financeiros e a entrada controlada de investidores estrangeiros no mercado acionário a partir de 1992. A adesão à OCDE em 1996 acelerou ainda mais essa liberalização, mas a gestão inadequada do processo levou ao aumento do endividamento em moeda estrangeira de curto prazo, sem a devida supervisão prudencial⁸⁰⁰.

⁷⁹⁸ GOYAL, Prateeti. **Stock Market Regulation in South Korea**, 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2223328.

⁷⁹⁹ CROTTY, James; LEE, Kang-Kook. **Is financial liberalization good for developing nations?** The case of South Korea in the 1990s. *Review of Radical Political Economics*, v. 34, n. 3, 2002, p. 327–334.

⁸⁰⁰ KWON, Eundak. **Financial liberalization in South Korea**. *Journal of Contemporary Asia*, v. 34, n. 1, 2004, p. 70-101

A crise financeira asiática de 1997-1998 expôs as fragilidades estruturais do sistema: má gestão dos conglomerados, supervisão deficiente e fragmentação regulatória⁸⁰¹. Como parte do pacote de resgate negociado com o FMI, foi recomendada a adoção de um modelo integrado de supervisão financeira (SSA). A Lei sobre o Estabelecimento de Organizações de Supervisão Financeira, de dezembro de 1997, levou à criação da Comissão de Supervisão Financeira (FSC) em abril de 1998, responsável pelas decisões estratégicas, e do Serviço de Supervisão Financeira (FSS) em janeiro de 1999, que unificou os quatro órgãos setoriais existentes. Assim, consolidou-se o modelo integrado na Coreia do Sul⁸⁰².

Desde então, esse modelo passou por transformações, sobretudo após a crise financeira global de 2008. A volatilidade dos fluxos de capitais levou à adoção de instrumentos macroprudenciais, como limites a empréstimos em moeda estrangeira e operações de derivativos cambiais, o que expandiu a atuação regulatória para além da supervisão tradicional⁸⁰³. Paralelamente, o governo e a FSC têm buscado aproximar os mercados de capitais sul-coreanos dos padrões internacionais, promovendo reformas voltadas à atração de investidores estrangeiros e à inclusão do país em índices de referência globais.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Presidential Decree No. 20.653, de 29 de fevereiro de 2008. *Enforcement Decree of the Korea Securities and Futures Exchange Act.*
- Presidential Decree No. 20.947, de 29 de julho de 2008. *Enforcement Decree of the Securities and Exchange Act.*
- Prime Minister Ordinance No. 875, de 3 de março de 2008. *Enforcement Rule of the Securities and Exchange Act.*

⁸⁰¹ DEMETRIADES, Panicos O.; FATTOUH, Bassam A. **The South Korean financial crisis:** competing explanations and policy lessons for financial liberalization. International Affairs, v. 75, n. 4, out. 1999, p. 779–792.

⁸⁰² GOYAL, *op. cit.*

⁸⁰³ GALLAGHER, Kevin P. **Countervailing monetary power:** Re-regulating capital flows in Brazil and South Korea. Review of International Political Economy, v. 22, n. 1, 2015, p. 77-102.

- Act No. 8.635, de 3 de agosto de 2007. *Financial Investment Services and Capital Markets Act*. (Alterado pela Act No. 16958, de 4 de fevereiro de 2020).
- Act No. 8.863, de 29 de fevereiro de 2008. *Korea Securities and Futures Exchange Act*.

14. CANADÁ

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Modelo Atípico⁸⁰⁴.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Bank of Canada:** não possuí uma função regulatória, seu papel concentra-se na implementação da política monetária e garantia da estabilidade do sistema de pagamentos em cooperação com o *Department of Finance*, e, mais recentemente, na supervisão de provedores de serviços de pagamento com a implementação do *Retail Payment Activities Act* (RPAA)⁸⁰⁵, o qual estabeleceu novas normas para supervisão e regulação de instituições de pagamento⁸⁰⁶.

⁸⁰⁴ Embora o estudo conduzido pelo BIS classifique o Canadá como um país com estrutura Twin Peaks (CALVO; CRISANTO; HOHL; GUTIÉRREZ, *op. cit.*, p. 39), esta classificação é polêmica. Isso porque o modelo canadense incorpora diferentes aspectos regulatórios peculiares, o que torna difícil seu enquadramento em uma categoria taxativa. Conquanto exista, no âmbito do setor bancário, uma divisão em duas agências entre prudencial (OSFI) e conduta (FCAC) – característica da estrutura Twin Peaks –, a regulação do mercado de capitais acontece em nível provincial, sem qualquer entidade unificada, aproximando o sistema de um modelo setorial. A literatura aponta o Canadá como um país com elementos estruturais de Twin Peaks misturado à elementos de uma regulação setorial com forte ênfase no poder provincial. Nesse sentido: “If a single securities regulator in Canada emerges, it will be different from the various provincial regulators and territorial regulators that we have today. It will not necessarily address some of the issues that you talked about in the slide presentation of the four models. We, too, have a mixture or hybrid, of some aspects of Twin Peaks regulation in Canada; some aspects of institutional or functional regulation” (Susan Wolburgh Jenah, Investment Industry Regulatory Organization of Canada, em: Chapter 6: View From the Regulators. SCHARTZ, Robert A.; BYRNE, John [ed.]. **Rethinking Regulatory Structure**. New York: Zicklin School of Business, 2013).

⁸⁰⁵ CANADÁ. **Retail Payment Activities**, S.C. 2021, c. 23, s. 177S.C. 2021, c. 23, s. 177. Disponível em: <https://laws-lois.justice.gc.ca/eng/acts/R-7.36/page-1.html>.

⁸⁰⁶ “The Bank of Canada is Canada’s central bank. It is an independent Crown corporation with considerable autonomy to manage the country’s financial system. The Bank of Canada is responsible for monetary policy in cooperation and consultation with the Department of Finance for central banking services, bank rates, currency, foreign exchange reserves and the administration of public debt. However, the Bank of Canada does not play any part in the regulation or daily administration of commercial banks in Canada. The Bank of Canada is also taking on a new role. The recently published Retail Payment Activities Act (RPAA) creates a new regulatory regime in Canada for persons who perform retail payment activities. The new regime will impose substantive requirements related to operational risk management, end-user funds safeguarding, reporting, recordkeeping and



- **Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI):** entidade responsável pela supervisão prudencial das instituições financeiras, das seguradoras e dos planos de pensão regulados a nível federal, excetuados os aspectos relacionados a proteção aos consumidores e a regulação de conduta. A OSFI desempenha o papel central de regulador prudencial, emitindo diretrizes sobre capital, liquidez e governança, podendo, inclusive, emitir *review letters* requerendo a implementação de determinadas políticas em instituições reguladas, além de avaliar o risco das instituições e intervir em caso de insolvência iminente. Nessas situações, pode assumir temporariamente o controle da instituição, administrar seus ativos ou encaminhar processos de liquidação sob a legislação de falências⁸⁰⁷.
- **Financial Consumer Agency of Canada (FCAC):** entidade responsável pela proteção dos consumidores canadenses, possuindo, portanto, competência para a regulação de condutas, bem como para exercer atividade sancionadora⁸⁰⁸. Assim, a FCAC garante que bancos e demais instituições financeiras cumpram obrigações de transparência e conduta justa, com poderes de impor multas

supervisory information on persons who engage in payment processing activities. Those subject to the RPAA will be required to apply to the Bank of Canada by 15 November 2024 for registration as a payment service provider." (MCKENZIE, Baker. **Global Financial Services Regulatory Guide: Canadá.** Disponível em: <http://resourcehub.bakermckenzie.com/bg-bg/resources/global-financial-services-regulatory-guide>).

⁸⁰⁷ "OSFI is responsible for prudential regulation and establishing guidelines for capital, reporting and business practices of federally regulated financial institutions. It conducts regular reviews of those institutions and issues review letters that may require or recommend that they implement certain improvements. OSFI determines a confidential risk rating for each federally regulated financial institution (on a scale from low to high) and shares it with the institution. OSFI has the power to intervene in the affairs of federally regulated financial institutions. The objective of the intervention process is to enable OSFI and the Canada Deposit Insurance Corporation (CDIC) (where CDIC member institutions are involved) to identify areas of concern at an early stage and intervene effectively so as to minimize losses to depositors for OSFI and to minimize the exposure of CDIC to loss. If an institution is no longer considered to be viable or its insolvency is imminent, OSFI may: assume temporary control of the assets of the institution and the assets under its administration; take control of assets of the institution and the assets under its administration; take control of the institution unless the Minister of Finance advises OSFI that it is not in the public interest to do so; and/or request that the Attorney General of Canada apply for a winding-up order in respect of the institution under the Winding-up and Restructuring Act where the assets of the institution are under the control of the Superintendent of Financial Institutions or the institution is under the control of the Superintendent of Financial Institutions." (Ibid.).

⁸⁰⁸ PAN, Eric J. **Structural Reform of Financial Regulation: The Case of Canada.** Nova York: Benjamin N. Cardozo School of Law, 2009. pp. 25-27.



administrativas que podem chegar a CAD 10 milhões por infração⁸⁰⁹. Essencialmente, a OSFI e a FCAC seguem o sistema de um regulador responsável pela regulação prudencial, enquanto outro é encarregado pela regulação de conduta⁸¹⁰.

No âmbito da regulação de valores mobiliários, não existe uma autoridade nacional única: a regulação é descentralizada e conduzida por órgãos provinciais que podem se integrar à Canadian Securities Administrators.

- **Canadian Securities Administrators (CSA):** uma rede de coordenação que busca harmonizar regras entre diferentes locais. Cada uma das 10 províncias e três territórios canadenses são responsáveis pela sua própria regulação do mercado de capitais, os quais podem, a seu próprio critério, decidir por integrar a CSA. Assim, para garantir a harmonização das normas entre as entidades integrantes, a CSA desenvolveu um sistema de “passaportes” entre as províncias membras que garante aos regulados autorizados em suas províncias de origem acesso automático a outros locais participantes⁸¹¹.
- Por fim, embora não seja um órgão legislativo ou regulatório, vale citar o *Financial Institutions Supervisory Committee* e o *Senior Advisory Committee*, entidades compostas por um representante de cada uma das principais entidades

⁸⁰⁹ “The FCAC has a mandate to protect and inform consumers about financial products and services. It is also responsible for oversight of compliance with certain voluntary codes of conduct, such as the code of conduct for the Credit and Debit Card Industry in Canada, which applies to the payment card industry and provides many measures to protect merchants that accept payments other than cash and/or cheque.

Both OSFI and FCAC also have the power to impose administrative monetary penalties for violations of their enabling legislation. In 2020 amendments to the Financial Consumer Agency of Canada Act significantly increased the maximum monetary penalties that can be imposed by the FCAC as part of its consumer protection mandate. The FCAC has the power to order the following: Impose a penalty of up to CAD 10 million on banks per violation of their legal obligations (or CAD 1 million for a natural person); Direct banks to take actions to comply with their legal obligations; e Direct banks to undergo a third-party, independent audit to comply with their legal obligations.

An entity can also face penal sanctions under the relevant financial institution legislation. For example, under the Bank Act the fine for a contravention is up to CAD 5 million (CAD 1 million for a natural person and imprisonment for up to five years)” (MCKENZIE, *op. cit.*).

⁸¹⁰ PAN, *op. cit.*, pp. 25-27.

⁸¹¹ **CSA. Regulatory Cooperation.** Disponível em: <https://www.securities-administrators.ca/about/regulatory-cooperation/#:~:text=Passport%20is%20a%20regulatory%20system,the%20OSC's%20decision~s%20under%20passport>.



regulatórias canadenses (OSFI, Bank of Canada, CDIC e FCAC) e presidida pelo Ministro de Finanças, vinculado ao *Department of Finance*. Na primeira, os representantes compartilham informações sobre assuntos relacionados à supervisão de instituições financeiras reguladas em nível federal, enquanto o segundo é um fórum de discussão para questões de política do setor financeiro, incluindo estabilidade financeira e vulnerabilidades sistêmicas⁸¹².

O modelo regulatório canadense é marcado por uma estrutura dual, na qual o governo federal e os governos provinciais compartilham jurisdição sobre os mais diversos aspectos do sistema financeiro. Enquanto o nível federal detém competência exclusiva sobre bancos e instituições financeiras constituídas nacionalmente, as províncias regulam áreas como corretoras de valores mobiliários, crédito cooperativo (*credit unions e caisses populaires*), companhias de seguros locais, fundos mútuos, corretores de hipoteca e outras entidades financeiras não bancárias⁸¹³.

Evolução Histórica do Sistema Financeiro:

A trajetória regulatória canadense distingue-se pela natureza adaptativa e periódica de suas reformas, realizadas em ciclos obrigatórios de revisão legislativa, e pela criação gradual de instituições especializadas.

Antes da década de 1930, o Canadá não via necessidade de instituir um banco central. A população dispersa e predominantemente rural era atendida por um número limitado de bancos que, por meio de uma rede de agências, conseguiam suprir tanto as transações cotidianas quanto as demandas sazonais ou inesperadas. Esses bancos, conhecidos como *chartered banks*, emitiam a maior parte das notas em circulação e até mesmo realizavam, sem maiores dificuldades, operações em nome do governo federal⁸¹⁴. Assim, os bancos comerciais privados desempenhavam um papel central ao controlar as políticas monetária e de crédito⁸¹⁵.

⁸¹² Ibid.

⁸¹³ MCKENZIE, Baker. **Global Financial Services Regulatory Guide: Canadá**. Disponível em: <http://resourcehub.bakermckenzie.com/bg-bg/resources/global-financial-services-regulatory-guide>.

⁸¹⁴ BANK OF CANADÁ, **About Us**, Disponível em: <https://www.bankofcanada.ca/about/our-history/>.

⁸¹⁵ "The Bank of Canada was established in 1934 and its main function is to 'to promote the economic and financial welfare of Canada' (Bank of Canada Act 1985). The fact that Canada did not have a central bank till 1934 is interesting since free banking in the 1920s meant that private commercial banks controlled monetary and credit policies, although the Ministry of Finance provided access to a lending window (Choudhri and Schembri 2013). Canada had very little macro- or micro-prudential regulation and supervision in the 1920s, but this changed after the



Com a Grande Depressão, a solidez desse modelo é colocada em xeque. A crise mundial, intensificada pelas severas secas que atingiram o território canadense, expôs fragilidades estruturais do sistema financeiro nacional. Esta pressão social e política levantou preocupações ao primeiro-ministro da época, R.B. Bennett. Assim, em 1933, R.B. Bennett montou uma Comissão Real para estudar o sistema bancário e monetário canadense. Esta comissão produziu um relatório concluindo pela necessidade da formação de um banco central, cujo apêndice intitulado “*Suggestions as to some of the Main Features of the Constitution of a Central Bank for Canada*” se tornou a base para o Bank of Canada Act⁸¹⁶.

Pouco tempo depois da recomendação pela comissão real, em julho de 1934, é aprovado o *Bank of Canada Act*, que criou o Banco do Canadá, como instituição privada, o qual foi nacionalizado em 1938 para assumir plenamente as funções de banco central.

Nas décadas seguintes, três marcos regulatórios relevantes marcam mudanças significativas na estrutura do sistema bancário canadense e, por consequência, de sua própria regulação: o Bank Act de 1967, o Bank Act de 1980 e o Bank Act de 1987⁸¹⁷.

Em 1967, instituiu-se a Canada Deposit Insurance Corporation (CDIC), com o objetivo de proteger os consumidores assegurando os depósitos em bancos, companhias fiduciárias (*trust companies*) e companhias de crédito⁸¹⁸.

Já em 1980, foi criada a categoria de Schedule II banks, permitindo a entrada de subsidiárias de bancos estrangeiros e maior flexibilidade na estrutura de propriedade – que antes exigia que os bancos fossem *widely held*, isto é, nenhuma pessoa ou entidade poderia concentrar mais de 10% de qualquer classe de ações de um banco⁸¹⁹.

Great Depression when the Canadian regulatory framework was bolstered. Canada learnt from the Great Depression and entered the global financial crisis of 2007-9 with a stronger and more robust regulatory framework.” (LUI, Alison. **Financial Stability and Prudential Regulation: A comparative approach to the UK, US, Canada, Australia and Germany**, New York: Routledge, 2017, p. 179).

⁸¹⁶ BANK OF CANADÁ, *op. cit.*

⁸¹⁷ “From 1920–80, the Canadian banking landscape was segmented by four pillars: chartered banks, trust and loan companies, insurance companies and securities dealers (Brean et al. 2011) [...] The institutional regulatory style and the four pillars crumbled with the advent of the Bank Acts 1967 and 1980, which enabled regular revisions of financial legislation (Allen and Engert 2007). The Bank Acts 1967 and 1980 provided more flexibility and efficiency, whereby financial institutions could develop new products and services in a competitive environment (Brean et al. 2011). Competition increased in the Canadian financial sector due to the lowering of entry barriers under the Bank Act 1980 and the North American Free Trade Agreement 1999 (Allen and Engert 2007). Under the Bank Act 1980, banks in Canada could establish subsidiaries in financial-services markets. This meant that banks could compete with trust companies in the mortgage-lending sector. The Bank Act 1987 enabled Canadian banks to own securities dealers, too. As a result, four of the five major banks all began dealing in securities after buying securities dealers” (LUI, Alison. *op. cit.*, p. 195).

⁸¹⁸ CANADÁ DEPOSIT INSURANCE, **Oversight of Canada 's Financial System**. Disponível em: https://www.cdic.ca/wp-content/uploads/FinSystem-Infographic_eng.pdf.

⁸¹⁹ “Unlike some countries, Canadian legislation requires the separation of chartered banks and commercial firms through the absence of both upstream and downstream linkages. Since 1967, Canadian banks have been required to be *widely-held*, which means that no person or entity can



Em 1987, duas mudanças marcaram o sistema: por meio do Bank Act de 1987, os bancos autorizados passaram a poder operar no mercado de capitais por meio de subsidiárias⁸²⁰; e foi criada o Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI). A OSFI surgiu pela fusão do *Department of Insurance* e do *Office of the Inspector General of Banks*, formalizada por meio do OSFI Act de 1987, consolidando a supervisão prudencial federal em uma única agência⁸²¹.

Em 1992, novas emendas ampliaram substancialmente os poderes de bancos, seguradoras e companhias fiduciárias. As reformas daquele ano se centraram em três temas: (i) a expansão de poderes de negócios, permitindo a formação de conglomerados financeiros diversificados, ainda que com restrições a atividades não financeiras; (ii) ampliação de regras de dispersão acionária, impondo exigência de capital aberto e participação mínima de ações amplamente detidas para grandes instituições e (iii) o fortalecimento da governança corporativa, com novas normas de independência, comitês de revisão de conduta e maior responsabilidade dos conselhos de administração⁸²².

O processo de reformas prosseguiu nos anos 1990, com a criação do *Payments System Advisory Committee*, voltado a supervisionar questões de acessibilidade e estabilidade do sistema de pagamentos, e com a introdução da *Task Force on the Future of the Canadian Financial Services Sector* por meio da qual criou-se um comitê para estudar políticas públicas relacionadas ao setor de serviços financeiros⁸²³.

O início dos anos 2000 marcou uma nova rodada de mudanças estruturais. Em 2001, foi instituída a Financial Consumer Agency of Canada (FCAC), por meio da *Financial Consumer Agency of Canada Act*, com mandato específico para supervisionar o cumprimento das normas de proteção ao consumidor no setor financeiro e promover educação financeira⁸²⁴.

beneficially own more than 10% of any class of shares of a bank. However, after 1980, Schedule II banks, which were a newly introduced class of banks, could be started and owned on a *closely-held basis*. Trust and loan companies could be *closely-held* by commercial interests." (ENGERT, Walter [et al]. **Restructuring the Canadian financial system: explanations and implications.** Bank for International Settlements. 2017. p. 143, disponível em: <https://www.bis.org/publ/confp07g.pdf>.)

⁸²⁰ Ibid.

⁸²¹ Office of the Superintendent of Financial Institutions Act. R.S.C. 1985, c. 18 (3rd Supp.), Part I. in force July 2, 1987, see SI/87-146.

⁸²² ENGERT, Walter [et al]. *op. cit.* p. 145

⁸²³ Ibid. p. 146.

⁸²⁴ Financial Consumer Agency of Canada Act, S.C. 2001, c. 9.



Paralelamente, reforçou-se a cooperação entre os reguladores de valores mobiliários provinciais por meio da criação da Canadian Securities Administrators (CSA), um fórum de coordenação interprovincial que desenvolveu o “*passport system*”, mecanismo pelo qual uma autorização em uma província é reconhecida nas demais, aproximando-se de um regime nacional sem violar a jurisdição provincial⁸²⁵.

Durante a crise financeira global de 2007–2008, o Canadá destacou-se pela resiliência, resultado da supervisão centralizada no OSFI, da atuação do CDIC e da solidez de bancos altamente capitalizados⁸²⁶. Ainda assim, surgiram debates sobre a eventual necessidade de criação de um regulador unificado nacional de valores mobiliários, proposta rejeitada pela Suprema Corte em 2011⁸²⁷, estabelecendo que a regulação de valores mobiliários é competência das províncias⁸²⁸. Assim, a fragmentação

⁸²⁵ CSA. **Regulatory Cooperation.** Disponível em: <https://www.securities-administrators.ca/about/regulatory-cooperation/#:~:text=Passport%20is%20a%20regulatory%20system,the%20OSC's%20decision%20under%20passport>.

⁸²⁶ LUI, Alison. *op. cit.*, p. 180-188.

⁸²⁷ “The preamble of the proposed Act states that its purpose is to create a single Canadian securities regulator. More broadly, s. 9 states that the purposes of the Act are to provide investor protection, to foster fair, efficient and competitive capital markets and to contribute to the integrity and stability of Canada’s financial system. The Act includes registration requirements for securities dealers, prospectus filing requirements, disclosure requirements, specific duties for market participants, a framework for the regulation of derivatives, civil remedies and regulatory and criminal offences pertaining to securities. The Act does not unilaterally impose a unified system, but permits provinces and territories to opt in, with the hope of creating an effective unified national securities regulation system. [...] Held: **The Securities Act as presently drafted is not valid under the general branch of the federal power to regulate trade and commerce under s. 91(2) of the Constitution Act, 1867** [...] Parliament’s power over the regulation of trade and commerce under s. 91(2) of the Constitution Act, 1867 has two branches — the power over interprovincial commerce and the general trade and commerce power. Only the general trade and commerce power is invoked by Canada in this reference. This power, while on its face broad, is necessarily circumscribed. **It cannot be used in a way that denies the provincial legislatures the power to regulate local matters and industries within their boundaries.** Nor can the power of the provinces to regulate property and civil rights within the provinces deprive the federal Parliament of its powers under s. 91(2) to legislate on matters of genuine national importance and scope — matters that transcend the local and concern Canada as a whole. (SUPREME COURT OF CANADA, Reference re Securities Act, 2011 SCC 66, [2011] 3 S.C.R. 837, disponível em: <https://decisions.scc-csc.ca/scc-csc/scc-csc/en/item/7984/index.do>)

⁸²⁸ “There are, however, two main hurdles for the Canadian Securities Act to clear. First, the constitutional position of a single federal regulator was held to be invalid by the Supreme Court of Canada in May 2010 as it was not within the legislative authority of Parliament under section 91(2) Constitution Act 1967 to regulate trade and commerce as a general branch federal power (Thibodeau 2012b). The Supreme Court explained that the Canadian Securities Act’s main aims of investor protection and market fairness have always been a matter of provincial concern. As a country, Canada has not produced sufficient evidence of a change in the securities market to support securities regulation at a federal level. The Supreme Court acknowledged that securities

permanece como uma característica sistema, embora seja mitigada por mecanismos de cooperação e coordenação.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Trust and Loan Companies Act, S.C. 1991, c. 45.
- Office of the Superintendent of Financial Institutions Act. R.S.C. 1985, c. 18 (3rd Supp.), Part I.
- Insurance Companies Act. S.C. 1991, c. 47.
- Cooperative Credit Associations Act. S.C. 1991, c. 48.
- Bank of Canada Act, R.S.C., 1985, c. B-2.
- Financial Consumer Agency of Canada Act, S.C. 2001, c. 9.
- Retail Payment Activities, S.C. 2021, c. 23, s. 177S.C. 2021, c. 23, s. 177.

15. FRANÇA

<u>MODELO</u>	<u>REGULATÓRIO</u>	<u>VIGENTE:</u>	Parcialmente	Integrado
(Duas Agências) ⁸²⁹ .				

regulation has a federal dimension but that this alone was insufficient to justify Parliament's attempt to regulate the whole securities system. As the Supreme Court cannot rule on political matters, it did not decide what the appropriate regulatory system should be." (LUI, *op. cit.*, p. 193)

⁸²⁹ "A particular hybrid model which has gained relevance is what could be described as the Two Agency model. 15 This scheme, currently adopted in France and Italy, 16 could be depicted as another partially integrated model with two supervisors: one agency is in charge of prudential and conduct supervision of the banking and insurance sectors, and another agency is responsible for securities firms and markets. This model takes advantage of the synergies between banking and insurance supervision. Compared with the Twin Peaks model, it is less well adapted to addressing possible conflicts of interest emerging from the prudential and consumer/investor protection objectives for banks and insurance companies, as both functions are assigned to the same agency" (CALVO; CRISANTO; HOHL; GUTIÉRREZ, *op. cit.*, p. 5). A literature aponta como esse modelo resulta de uma tentativa resistida de introdução do Twin Peaks no sistema francês (Nesse sentido: "France's current system is the result of a partially-frustrated attempt to overhaul its regulatory system. The original plan for France's regulatory system was to adopt the twin peaks model. One peak would be managed by a new agency created out of a merger of the banking and insurance commissions. The Banque de France, however, resisted relinquishing its role in regulating banks" - PAN, Eric J. Structural Reform of Financial Regulation: The Case of Canada. Nova York: Benjamin N. Cardozo School of Law, 2009. p. 145).



COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

Os principais reguladores do sistema financeiro da França são:

- **Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR):** trata-se de entidade vinculada ao *Banque de France*, a qual é responsável pela autorização, supervisão prudencial e resolução de instituições bancárias e seguradoras sob o quadro nacional. Além disso, ela garante a conformidade das instituições financeiras com as normas regulatórias europeias no âmbito dos acordos integrados pela França⁸³⁰.
- **Autorité des marchés financiers (AMF):** a AMF regula os mercados, infraestruturas de mercado, produtos de investimento e atores de mercado atuando na proteção da integridade dos mercados e garantindo a qualidade das informações prestada aos investidores⁸³¹. A AMF, enquanto supervisora de conduta, possui poderes sancionadores sobre os agentes regulados⁸³².
- **Banque de France:** é responsável pela execução da política monetária do Eurosistema, pela gestão das reservas cambiais, pelo suporte financeiro ao Estado

⁸³⁰ ACPR. **Regulation at Glance.** Disponível em: [https://acpr.banque-france.fr/en/reglementation/focus-sur-la-reglementation/regulation-glance#:~:text=In%20France%](https://acpr.banque-france.fr/en/reglementation/focus-sur-la-reglementation/regulation-glance#:~:text=In%20France%20).

⁸³¹ “France has two regulators responsible for the authorization and supervision of banks, insurers and other financial institutions. These are the Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) and the Autorité des Marchés Financiers (AMF). The AMF and the ACPR further supervise financial institutions with regard to their AML/CFT duties. The authority to which suspicious transactions must be reported to is Traitement du renseignement et action contre les circuits financiers clandestins (TRACFIN). The allocation of responsibilities between the ACPR and the AMF is as follows: The ACPR regulates the banking and insurance sectors in France. It is charged with preserving the stability of the financial system and protecting the customers, insurance policyholders, members and beneficiaries of the persons that it supervises. It supervises the institutions with regard to their AML/CFT compliance duties. The AMF regulates participants and products in France’s financial markets. It approves the rules applicable to financial markets and market infrastructures, approves the corporate finance transactions of listed companies, and authorizes financial services professionals and the collective investment products under its supervision. It supervises these institutions with regard to their AML/CFT compliance duties” (MACKENZIE, Baker. Global Financial Services Regulatory Guide: France. Disponível em: <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-financial-services-regulatory-guide/europe-middle-east-and-africa/france/topics/who-regulates-banking-and-financial-services-in-your-jurisdiction>).

AMF. **Nos Missions.** Disponível em: <https://www.amf-france.org/fr/lamf/nos-missions>.

⁸³² AMF. **Impose Sanctions.** Disponível em: <https://www.amf-france.org/en/amf/amf-regulation/impose-sanctions>



francês e pela promoção da educação financeira, em alinhamento com as diretrizes do Banco Central Europeu⁸³³.

Ao mesmo tempo, a França opera também no quadro europeu. A integração com a União Bancária e a União de Mercados de Capitais implica que muitos temas são decididos num nível supranacional⁸³⁴.

EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO SISTEMA FINANCEIRO:

A arquitetura moderna do sistema francês toma forma ao longo do século XX e sobretudo após a integração europeia.

No período do pós-guerra até o início dos anos 2000, a supervisão era fragmentada entre diferentes organismos: a Commission des Opérations de Bourse (COB), criada em 1967, era responsável pela regulação do mercado de valores mobiliários e pela proteção dos investidores; o Conseil des Marchés Financiers (CMF) supervisionava os mercados e infraestruturas financeiras; e o Conseil de Discipline de la Gestion Financière (CDGF) tratava da disciplina profissional e ética dos intermediários, em uma estrutura mais descentralizada.

Em 2003, a criação da AMF por fusão de organismos anteriores — a Commission des Opérations de Bourse (COB), o Conseil des Marchés Financiers (CMF) e o Conseil de Discipline de la Gestion Financière (CDGF) — consolidou a autoridade o mercado de valores mobiliários. Nesse momento a França privilegiou uma separação de duas agências: uma responsável pela supervisão prudencial e de conduta nos setores bancário e de seguros (ACPR/Banque de France) e a outra pela supervisão do mercado de capitais (AMF).⁸³⁵

⁸³³ BANQUE DE FRANCE. **A public service role and missions.** Disponível em: <https://www.banque-france.fr/en/banque-de-france/public-service-role-missions-public-interest#:~:text=A%20very%20special%20role%20as,manages%20the%20country's%20currency%20reserves>.

⁸³⁴ ACPR. **Regulation at Glance.** Disponível em: <https://acpr.banque-france.fr/en/reglementation/focus-sur-la-reglementation/regulation-glance#:~:text=In%20France%2C%20the%20ACPR%20is,the%20ECB%20jointly%20supervise%20institutions>.

⁸³⁵ SÉNAT, **La loi de sécurité financière: un an après.** Rapport d'information n° 431. Disponível em: <https://www.senat.fr/rap/r03-431/r03-431.html> e INSTITUT DE LA CONSOMMATION. **Autorité des marchés financiers – AMF.** 2022. Disponível em: <https://www.inc-conso.fr/content/autorite-des-marches-financiers-amf>.



Em resposta à crise financeira global de 2007–09 e ao processo de reforço europeu subsequente, a França reforçou a coerência prudencial: o Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF) foi instituído para centralizar a análise macroprudencial e coordenar recomendações (Lei bancária de 2013), e a ACPR ampliou capacidades de supervisão e resolução⁸³⁶. A integração europeia – com a criação do Single Supervisory Mechanism (SSM) e do Single Resolution Mechanism (SRM) – alterou profundamente os poderes do Banque de France, com a entrada do Banco Central Europeu (BCE/SSM) e o Mecanismo Único de Resolução (SRM) no centro da supervisão e resolução de grupos significativos⁸³⁷.

Mais recentemente, a agenda regulatória passou a incorporar temas digitais e de resiliência operacional: a entrada em vigor do Digital Operational Resilience Act (DORA) em janeiro de 2025 impôs obrigações de gestão de risco de tecnologias da informação e comunicação (TIC), reporte de incidentes e supervisão de prestadores críticos⁸³⁸; a adoção do Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) em dezembro de 2024 criou um regime europeu para fornecedores de serviços de criptoativos⁸³⁹, mantendo o sistema alinhado com padrões internacionais.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Livre VI, Titre Ier, Chapitre II: L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (Articles L612-1 à L612-50). In: FRANÇA, **Code monétaire et financier**. 1999.

⁸³⁶ LE LORIER, Anne. **Macroprudential policy in France: requirements and implementation**. In: **Macroprudential policies implementation and interactions**. Financial Stability Review, Banque de France, issue 18. 2014. pp. 85-96 e MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE DES FINANCES ET DE LA SOUVERAINETÉ INDUSTRIELLE ET NUMÉRIQUE. **The High Council for Financial Stability: Missions**. Disponível em: <https://www.economie.gouv.fr/hcsf-en/understanding-hcsf/missions>.

⁸³⁷ ACPR. **Regulation at Glance**. Disponível em: <https://acpr.banque-france.fr/en/reglementation/focus-sur-la-reglementation/regulation-glance#:~:text=In%20France%20the%20ACPR%20is,the%20ECB%20jointly%20supervise%20institutions>.

⁸³⁸ KALOKYRIS, Nicolas [et al]. **Application of the Digital Operational Resilience Act (DORA): Key considerations**. DLA Piper. 2025. Disponível em: <https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2025/02/application-of-the-digital-operational-resilience-act---dora>.

⁸³⁹ AMF, **Markets in crypto-assets: publication of the MiCA regulation, 2023**. Disponível em: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news/markets-crypto-assets-publication-mica-regulation>.



- Livre VI, Titre II: L'Autorité des marchés financiers (Articles L621-1 à L621-35). In: FRANÇA, **Code monétaire et financier**. 1999.
- Livre Ler, Titre IV: La Banque de France (Articles L141-1 à L144-5). In: FRANÇA, **Code monétaire et financier**. 1999.
- Livre III, Titre Ier, Chapitre II, Section 3: Fonds de garantie des dépôts et de résolution (Articles L312-4 à L312-18). In: FRANÇA, **Code monétaire et financier**. 1999.

16. ESTADOS UNIDOS

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Modelo Atípico.

O sistema regulatório norte-americano caracteriza-se por uma arquitetura institucional fragmentada, com múltiplas agências exercendo competências sobre diferentes setores. Ao contrário de países que concentram a supervisão em uma única autoridade, os Estados Unidos optaram por um modelo descentralizado e especializado.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Federal Reserve (Fed)**: supervisiona bancos estaduais membros do sistema e *holding companies* bancárias. O Fed é responsável pela condução da política monetária e pela supervisão consolidada de *bank holding companies* e instituições não bancárias designadas como sistematicamente relevantes pelo FSOC. No setor bancário, a regulação é compartilhada entre autoridades federais e estaduais.
- **Office of the Comptroller of the Currency (OCC)**: regula e supervisiona os bancos nacionais, autorizando sua constituição e zelando pela segurança e solidez do sistema.
- **Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)**: além de administrar o seguro de depósitos, supervisiona bancos estaduais não membros do Fed. A FDIC administra o seguro de depósitos – que cobre até US\$ 250 mil por depositante – e desempenha papel essencial na resolução de bancos insolventes, inclusive no âmbito da *Orderly Liquidation Authority* prevista na Dodd-Frank.



- **Securities and Exchange Commission (SEC):** a SEC é incumbida de regular emissores, intermediários, bolsas de valores e fundos, além de supervisionar entidades autorreguladoras, como a FINRA.
- **Commodity Futures Trading Commission (CFTC):** a CFTC tem como função disciplinar os mercados de derivativos, sobretudo contratos futuros e swaps, cuja relevância sistêmica aumentou após 2008.
- **Consumer Financial Protection Bureau (CFPB):** o CFPB dedica-se à proteção do consumidor, regulando produtos como hipotecas, cartões e empréstimos estudantis, com autonomia orçamentária vinculada ao Fed.
- **Financial Stability Oversight Council (FSOC):** o FSOC exerce papel de coordenação interagências, podendo designar instituições não bancárias como sistêmicas, sujeitando-as ao escrutínio do Fed.
- **Office of Financial Research (OFR):** o OFR atua como centro de coleta de dados e análise de riscos. Esses órgãos não substituem os supervisores tradicionais, mas reforçam a visão macroprudencial, buscando prevenir riscos de contágio e instabilidade financeira.

Essas são as principais entidades reguladoras do sistema americano, embora ainda haja muitas outras que desempenhem papéis sistêmicos relevantes, estima-se um total de 15 entidades⁸⁴⁰.

EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO SISTEMA FINANCEIRO:

A trajetória regulatória norte-americana foi moldada por sucessivas reformas em resposta a crises financeiras. Em 1863 e 1864, por meio dos *National Banking Acts*⁸⁴¹, foi instituído o sistema bancário nacional e criado o OCC, durante a Guerra Civil⁸⁴².

⁸⁴⁰ SCHOONER, Heidi Mandanis. “US Financial Regulatory Structure Beneath the Surface of Twin Peaks”, in GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (editors). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**, Cambridge: Cambridge University Press, 2021, p. 271.

⁸⁴¹ OCC. **History of the OCC**. Disponível em: <https://www.occ.treas.gov/about/who-we-are/history/history-of-the-occ/index-history-of-the-occ.html>

⁸⁴² SCHOONER, op. cit., p. 271.



Em 1913, com a aprovação do *Federal Reserve Act*, foi fundado o *Federal Reserve System*, estruturado como um banco central descentralizado⁸⁴³. Isso foi resultado das crises financeiras no final do século XIX e da crise de 1907⁸⁴⁴.

Em 1933, por meio do *Glass-Steagall Act*, foi criada a FDIC, além da imposição de uma separação entre bancos comerciais e bancos de investimento, em resposta à Grande Depressão⁸⁴⁵. Em 1956, pelo *Bank Holding Company Act*, o *Federal Reserve* recebeu a incumbência de supervisionar diretamente as *holding companies* bancárias e suas aquisições, ampliando sua capacidade de regulação prudencial⁸⁴⁶.

O final do século XX foi marcado por movimentos de liberalização, dentre eles, em 1982, o *Garn-St Germain Act*⁸⁴⁷, que flexibilizou as regras para *thrift* e, em 1999, o *Gramm-Leach-Bliley Act*, que revogou grande parte da Glass-Steagall, permitindo a formação de conglomerados financeiros multifuncionais, com supervisão consolidada pelo Fed.

A Crise Financeira Global de 2007–2009 desencadeou a aprovação do *Dodd-Frank Act*, em 2010, considerada a mais abrangente reforma desde a década de 1930. A lei instituiu o FSOC e o OFR, criou o CFPB, reforçou os poderes da FDIC, introduziu testes de estresse periódicos, regulamentou o mercado de swaps e consolidou mecanismos de resolução para instituições sistêmicas⁸⁴⁸. Em 2025, observa-se um movimento político de revisão das práticas de fiscalização, com relatos de redução do rigor em determinadas áreas de supervisão⁸⁴⁹.

⁸⁴³ ESTADOS UNIDOS, *Federal Reserve Act*. 1913.

⁸⁴⁴ SCHOONER, *op. cit.*, 271.

⁸⁴⁵ Ibid.; e MAUES, Julia. **Banking Act of 1933 (Glass-Steagall)**, 2013. Disponível em: <https://www.federalreservehistory.org/essays/glass-steagall-act>

⁸⁴⁶ ESTADOS UNIDOS, *Bank Holding Company Act*. 1956.

⁸⁴⁷ GARCIA, Gilian. **Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982**. 2013. Disponível em: <https://www.federalreservehistory.org/essays/garn-st-germain-act>.

⁸⁴⁸ FDIC. **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**. Annual Report. 2010. Disponível em: <https://www.fdic.gov/about/financial-reports/report/2010annualreport/ar10doddfrank.pdf>.

⁸⁴⁹ ANAND, Nupur; NGUYEN, Lananh. **Exclusive: US regulators cancel bank exams as Trump rollback gathers pace**. Reuters. 2025. Disponível em: <https://www.reuters.com/sustainability/boards-policy-regulation/us-regulators-cancel-bank-exams-trump-rollback-gathers-pace-2025-09-02/>.



PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Trust Indure Act of 1939.
- Securities Exchange Act of 1934.
- Securities Act of 1933.
- Sarbanes Oxley Act of 2002.
- Investment Advisors of 1940.
- Federal Reserve Act. 1913.
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.
- Commodity Exchange Act. 2022.
- Bank Holding Company Act.

17. ÍNDIA

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Setorial.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

Os principais reguladores do sistema financeiro indiano são:

- **Reserve Bank of India (RBI):** criado em 1935, atua como banco central e supervisor bancário, responsável pela política monetária, estabilidade macroeconômica, emissão de moeda, gestão cambial e supervisão de sistemas de pagamento. O RBI combina funções de banco central e supervisor prudencial. Atua na formulação de política monetária, no gerenciamento da taxa de câmbio, na regulação de bancos, bem como na supervisão dos mercados monetário e de crédito⁸⁵⁰.
- **Securities and Exchange Board of India (SEBI):** regula os mercados de capitais, valores mobiliários, fundos mútuos e derivativos, exercendo poderes quase legislativos, executivos e judiciais. O SEBI, criado em 1988 e tornado

⁸⁵⁰ RBI, **About Us.** Disponível em: <https://www.rbi.org.in/Scripts/AboutusDisplay.aspx> e SARKHEL, Jaydeb; SALIM, Seikh. **Indian Financial System and Financial Market Operations.** Chennai: McGraw Hill Education (India) Private Limited. 2017. pp. 2.36-2.46.





autônomo em 1992 pelo *SEBI Act*, regula emissores, intermediários, bolsas, fundos mútuos e investidores institucionais. Suas competências incluem aprovar regulamentos de mercado, investigar fraudes (como *insider trading*), impor sanções, registrar intermediários e desenvolver a infraestrutura de mercado.⁸⁵¹

- **Insurance Regulatory and Development Authority of India (IRDAI):** supervisiona o setor de seguros e resseguros. O IRDAI, instituído pelo *Insurance Regulatory and Development Authority Act, 1999*, regula e promove o setor de seguros. Entre suas funções estão autorizar seguradoras, proteger interesses de segurados, definir códigos de conduta para intermediários, regular investimentos das companhias e supervisionar a solvência⁸⁵².
- **Pension Fund Regulatory and Development Authority (PFRDA):** regula os fundos de pensão. O PFRDA regula o *National Pension System (NPS)* e supervisiona fundos de aposentadoria⁸⁵³.
- **Insolvency and Bankruptcy Board of India (IBBI):** o IBBI, sob o *Insolvency and Bankruptcy Code (IBC) de 2016*, conduz processos de insolvência e falência, supervisionando administradores e profissionais de resolução⁸⁵⁴.

Além disso, há o *Deposit Insurance and Credit Guarantee Corporation* (DICGC) e o *Financial Stability and Development Council* (FSDC), modelo que integra RBI, SEBI, IRDAI, PFRDA e o Ministério das Finanças.

EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO SISTEMA FINANCEIRO:

A evolução regulatória da Índia acompanha fases políticas e econômicas distintas. Em 1934, por meio do *Reserve Bank of India Act*⁸⁵⁵, foi criado o RBI, como uma entidade privada, o qual, em 1949, assume a função de banco central independente ao ser

⁸⁵¹ SARKHEL, Jaydeb; SALIM, Seikh. **Indian Financial System and Financial Market Operations**. Chennai: McGraw Hill Education (India) Private Limited. 2017. pp. 8.58-8.60.

⁸⁵² IRDAI, **About Us**. Disponível em: <https://irdai.gov.in/mission-statement>; e ÍNDIA, *Section 14: Duties, Powers And Functions Of Authority*. In: ÍNDIA, **The Insurance Regulatory and Development Authority Act**. 1999.

⁸⁵³ PFRDA, **About Us**. Disponível em: <https://www.pfrda.org.in/web/pfrda/about-us/history>.

⁸⁵⁴ ÍNDIA, **The Insolvency And Bankruptcy Code**, 2016 No. 31 Of 2016. e IBBI, **About Us**, Site Oficial. Disponível em: <http://ibbi.gov.in//en/about>.

⁸⁵⁵ ÍNDIA, **The Reserve Bank of India Act**. 1934.



nacionalizado em 1949, após a independência⁸⁵⁶. Em 1947, com o *Capital Issues (Control) Act*, o governo assumiu controle direto sobre emissões de valores mobiliários⁸⁵⁷. Em 1955–1969, ocorreram as nacionalizações de bancos (o *State Bank of India* em 1955 e 14 grandes bancos comerciais em 1969), reforçando a função social do crédito⁸⁵⁸.

Nos anos 1980, surgiram reformas para liberalizar o setor financeiro; em 1988, a SEBI foi criada para substituir o modelo de controle governamental sobre o mercado de capitais. Em 1991, o programa de liberalização levou à abertura do setor bancário e à adoção de regulações mais compatíveis com padrões internacionais⁸⁵⁹. Em 1992, a SEBI recebeu poderes estatutários com o *SEBI Act*, profissionalizando a regulação de capitais⁸⁶⁰.

Em 1999, foi criado o IRDAI, rompendo o monopólio estatal no setor de seguros e abrindo espaço para seguradoras privadas⁸⁶¹.

Em 2003, instituiu-se o PFRDA, responsável pelo novo regime de previdência⁸⁶². Em 2016, o *Insolvency and Bankruptcy Code* (IBC) criou um marco moderno de resolução de insolvências e estabeleceu o IBBI⁸⁶³. A partir de 2010, com o crescimento

⁸⁵⁶ RBI, **Brief History**. Disponível em: https://rbi.org.in/history/Brief_History.html.

⁸⁵⁷ ÍNDIA, **Capital Issues Control Act**. 1947 e CHIKERMANE, Gautam. **70 Policies — Controller of Capital Issues, 1947**. 2018. Disponível em: <https://www.orfonline.org/expert-speak/42915-controller-capital-issues-1947>.

⁸⁵⁸ AJIT, Disha Aadiya. **India@75 (1955: Nationalisation of the State Bank of India)**. The History Haven. 2022. Disponível em: <https://thehistoryhaven.com/2022/09/17/india75-1955-nationalisation-of-the-state-bank-of-india/> e SHANKAR IAS PARLIAMENT, **50 years of Bank Nationalisation**. Disponível em: <https://www.shankariasparliament.com/current-affairs/50-years-of-banks-nationalisation>.

⁸⁵⁹ AHLUWALIA, Montek S. **Economic Reforms in India since 1991: Has Gradualism Worked?**. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2004. (IMF Working Paper, WP/04/43). Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0443.pdf>.

⁸⁶⁰ SARKHEL, Jaydeb; SALIM, Seikh. **Indian Financial System and Financial Market Operations**. Chennai: McGraw Hill Education (India) Private Limited. 2017, pp. 8.58.

⁸⁶¹ IRDAI. **History of Insurance in India**. Disponível em: https://old.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/NormalData_Layout.aspx?mid=2&page=PageNo4&utm.

⁸⁶² PFRDA. **About Us**. Disponível em: <https://www.pfrda.org.in/web/pfrda/about-us/history>.

⁸⁶³ IBBI. **About Us**. Disponível em: <http://ibbi.gov.in//en/about>.



digital, o RBI assumiu protagonismo em pagamentos eletrônicos, culminando no lançamento do UPI em 2016, hoje referência mundial em pagamentos instantâneos⁸⁶⁴.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- The Insurance Regulatory and Development Authority Act. 1999.
- The Reserve Bank of India Act. 1934.
- The Insolvency And Bankruptcy Code, 2016.

18. INDONÉSIA

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Integrado – Órgão Independente.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

A Indonésia adota um modelo integrado de supervisão financeira, estruturado em torno da OJK, que concentra a regulação de diversos setores em uma única autoridade:

- **Otoritas Jasa Keuangan (OJK):** a OJK é a principal autoridade reguladora e supervisora do mercado de capitais na Indonésia. Fundada pela Lei nº 21 de 2011, a OJK é uma instituição independente, livre de intervenção na execução das suas funções e autoridades. As suas funções abrangem a regulamentação e supervisão das atividades de serviços financeiros nos setores bancário, mercado de capitais, seguros, fundos de pensão e outros serviços financeiros. A OJK também é responsável pela supervisão da conduta de mercado dos participantes do setor financeiro, educação financeira e proteção ao consumidor. Ainda, supervisiona as atividades, partes e produtos do mercado de capitais islâmico, com o objetivo de aumentar a literacia e a inclusão neste domínio. A OJK possui poderes de investigação para infrações penais no mercado de capitais e pode impor sanções administrativas, além de ser a única autoridade

⁸⁶⁴ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *The design of India's Unified Payments Interface (UPI)*. Basel: BIS, 2020. (BIS Papers, nº 152). Disponível em: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap152_e_rh.pdf



a apresentar pedidos de falência para as instituições financeiras sob sua supervisão⁸⁶⁵.

- **Bank Indonesia (BI):** o BI é o Banco Central da Indonésia, responsável pela política monetária, pela estabilidade da rupia e pela supervisão macroprudencial, em coordenação com a OJK. Atua na regulamentação e supervisão dos mercados monetário, de câmbio e seus derivados, inclusive sob princípios da Sharia, além de gerir a liquidez econômica. Também coleta dados, participa do Fórum de Estabilidade Financeira (KSSK) com outras autoridades, contribui para o desenvolvimento do setor financeiro e, junto à OJK, regula e supervisiona a tecnologia financeira inovadora (ITSK).
- **Lembaga Penjamin Simpanan (LPS):** o LPS é a corporação de seguro de depósitos da Indonésia, responsável pelo seguro de depósitos e pela resolução bancária, contribuindo para a estabilidade financeira. Integra o KSSK com o Ministério das Finanças, o BI e a OJK, realizando exames em bancos e partilhando informações com essas instituições. Recebeu também o mandato de garantir apólices de seguros. Em resoluções bancárias, pode apoiar bancos sistêmicos com fundos, conceder empréstimos a bancos-ponte e emitir ordens sobre capital ou transações, com isenções específicas das regras do mercado de capitais.

EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO SISTEMA FINANCEIRO:

Inicialmente, o *Bank Indonesia* (BI) desempenhava um papel importante na determinação das taxas de juro até o início da década de 1980⁸⁶⁶. A base legal para o mercado de capitais foi estabelecida pela Lei n.º 8 de 1995 sobre Mercados de Capitais, e a supervisão era realizada pela *Capital Market Supervisory Agency* (BAPEPAM), posteriormente BAPEPAM-LK. Regulamentos adicionais, como o Regulamento Governamental n.º 7 de 1992, detalhavam as operações da bolsa de valores e a proteção ao investidor.

⁸⁶⁵ PUTRI, Febbyanti Agustina Eka; AKBAR, Wahyu; WIDAGDO, Haidi Hajar. **A Comparison of Islamic Capital Market Supervision in Indonesia and Malaysia.** Indonesian Interdisciplinary in Journal of Sharia Economics (IIJSE), v. 8, n. 2, p. 3664-3680, 2025.

⁸⁶⁶ NUNNENKAMP, Peter. **Liberalization of capital markets and savings mobilization in Indonesia.** Kiel: Kiel Institute of World Economics, 1985. (Kiel Working Paper, n. 246). Disponível em: <https://hdl.handle.net/10419/814>.



A necessidade de uma supervisão mais abrangente e integrada surgiu devido à crescente complexidade do setor financeiro, impulsionada pela globalização, tecnologia e inovações financeiras. Para abordar questões como riscos transetoriais, risco moral e proteção ao consumidor, a Otoritas Jasa Keuangan (OJK) foi estabelecida pela Lei n.º 21 de 2011, como uma instituição independente. Em 31 de dezembro de 2013, a OJK assumiu as funções de regulamentação e supervisão bancária do Bank Indonesia, bem como a supervisão do mercado de capitais, que antes era do BAPEPAM-LK⁸⁶⁷.

Atualmente, a OJK é a principal reguladora do mercado de capitais, com competências que vão desde licenciamento e supervisão de entidades e profissionais até a regulamentação do uso da tecnologia da informação e do mercado de capitais islâmico. O Bank Indonesia (BI) mantém a política monetária e a supervisão macroprudencial, e o Lembaga Penjamin Simpanan (LPS) foca no seguro de depósitos e resolução bancária. A coordenação entre OJK, BI, LPS e o Ministério das Finanças é realizada através do Fórum de Coordenação da Estabilidade do Sistema Financeiro (KSSK). A legislação mais recente - Lei n.º 4 de 2023 sobre o Desenvolvimento e Fortalecimento do Setor Financeiro - visou aprofundar e aumentar a eficiência do setor, reforçando os papéis e a coordenação entre os reguladores⁸⁶⁸.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Law nº 8, 1995 (Mercado de Capitais).
- Law nº 21, 2011 (Autoridade de Serviços Financeiros – OJK).
- Law nº 4, 2023 (Desenvolvimento do Setor Financeiro).

19. ITÁLIA

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Parcialmente Integrado (Duas Agências).

⁸⁶⁷ HAMZAH, Aripin; AHMAD, Aripin. **Capital Market Products and Investor Protection**, in European Research Studies Journal, v. 21, n. 2, p. 714-727, 2018. Disponível em: <https://www.ersj.eu/journal/1081>.

⁸⁶⁸ HIDAYAT, Defril; AJI, Ari Bakti Windi; AZIZ, Muhammad Ibrahim. **The Role of the Financial Services Authority in Supervising Capital Market Flows in Indonesia**, in Al-Ishlah: Jurnal Ilmiah Hukum, v. 26, n. 1, p. 26-38, 2023. DOI: 10.56087/ajijih.v26i1.368. Disponível em: <https://jurnal.fh.umi.ac.id/index.php/ishlah/article/view/v26n1-3>.



COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Banca d'Italia (BdI):** é responsável por conter riscos e garantir a estabilidade financeira nacional, exercendo a supervisão prudencial do setor bancário e de seus agentes. Assim, busca regular e assegurar o cumprimento das regras postas, fortalecendo instrumentos de proteção aos consumidores e promovendo o funcionamento adequado do sistema.
- **Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB):** atua na supervisão do mercado de capitais italiano, tendo como principal função garantir a transparência, eficiência e desenvolvimento deste setor, além de proteger os investidores. Para isso, a CONSOB regula a atuação dos intermediários financeiros, monitora o funcionamento das negociações e a conduta dos agentes envolvidos, aplicando sanções quando necessário.
- **Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS):** exerce funções prudenciais e de proteção aos usuários no setor de seguros, buscando garantir a gestão prudente e transparente dos intermediários no trato com os clientes. Apesar de possuir personalidade jurídica própria, o órgão é, do ponto de vista administrativo, dirigido por membros da Banca d'Italia em uma disposição organizacional híbrida⁸⁶⁹.

EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO SISTEMA FINANCEIRO:

A supervisão do sistema financeiro italiano, ainda no começo dos anos 1970, era fortemente caracterizada por uma centralidade da atuação da *Banca d'Italia* (BdI)⁸⁷⁰. O cenário começa a se transformar, porém, com uma busca, por parte da Itália, de se adaptar ao quadro institucional europeu, o que culmina na criação da *Commissione Nazionale per*

⁸⁶⁹ ISTITUTO PER LA VIGILANZA SULLE ASSICURAZIONI (IVASS). **Statute** (arts. 2 a 9), 6 jul. 2012.

Disponível em: https://www.ivass.it/normativa/nazionale/primaria/IVASS_Statute.pdf?language_id=3.

⁸⁷⁰ PELLEGRINI, Mirella. **La Banca d'Italia e il problema della sua autonomia (dalla traslazione della sovranità monetaria alla perda della supervisão bancária?)**, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, v. 4, 2018, p.471.





le Società e la Borsa (CONSOB), em 1974, por meio da Lei nº 216⁸⁷¹, para que existisse um melhor controle do mercado de capitais nacional.

Anos depois, em 1982, também foi instituído o *Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private* (ISVAP), órgão responsável por fiscalizar o setor de seguros. As mudanças se expandiram, já em 1993, com o Decreto Legislativo nº 385, também conhecido como “*Testo Unico Bancario*”, o qual estabeleceu as competências que até hoje pertencem ao BdI, como a supervisão prudencial ampla do sistema financeiro italiano e um poder de intervenção maior na regulamentação do setor creditício. Continuaram, ainda, em 1998, após a promulgação do Decreto Legislativo nº 58 – ou “*Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*” – que ampliou as competências supervisórias e regulatórias da CONSOB.

Com a chegada da crise financeira internacional de 2007 e a posterior intensificação da integração europeia, o modelo de supervisão do sistema financeiro na Itália continuou avançando em direção a um processo de convergência com o quadro europeu. A possível lógica setorial anteriormente instaurada é alterada, em 2012, com o Decreto-Lei nº 95, em que o ISVAP foi substituído pelo *Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni* (IVASS). A mudança fez parte do que ficou conhecido como “decreto spending review”⁸⁷², em que se almejava reduzir as despesas públicas mantendo os serviços estatais já oferecidos. Nesse sentido, o legislador italiano optou pela combinação das estruturas organizacionais do BdI e do IVASS, criando um sistema híbrido capaz de oferecer maior funcionalidade e eficiência à administração pública, mas que não promovesse mudanças estruturais bruscas no quadro de supervisão italiano⁸⁷³.

Na prática, apesar do IVASS ser dotado de personalidade jurídica própria, sua estrutura administrativa é formada, majoritariamente, por membros do *Banca d’Italia*, em

⁸⁷¹ Nesta época, o órgão ainda não detinha poder sancionador administrativo direto, competência conquistada apenas anos depois, em 2005.

⁸⁷² BEVILACQUA, Dario. **L’organizzazione ibrida dell’IVASS: flessibilità organizzativa, autorevolezza ed efficacia.** Amministrazione in Cammino, p. 1, 22 dez. 2023. Disponível em: <https://www.amministrazioneincammino.luiss.it/2023/12/22/lorganizzazione-ibrida-dellivass-flessibilita-organizzativa-autorevolezza-ed-efficacia/>.

⁸⁷³ Ibid., p. 4.

especial os cargos dotados de poder decisório⁸⁷⁴, de modo que o funcionamento de ambos é integrado - com maior prevalência do segundo, vale destacar. Portanto, pode-se dizer que a operação conjunta dos dois órgãos representa um sistema híbrido e particular no cenário da administração pública italiana, que mantém uma distinção formal entre a supervisão dos setores bancário e de seguros, mas impõe, efetivamente, que os órgãos reguladores atuem juntos.

Atualmente, portanto, nota-se que, após um processo histórico de reformas e convergência regulatória, a Itália finalmente consolidou um modelo de supervisão do sistema financeiro semi-integrado. Nesse modelo, coexistem o *Banca d'Italia*, responsável pela estabilidade financeira nacional e a supervisão do setor bancário, e a CONSOB, encarregada da fiscalização do mercado de capitais. A presença do IVASS - atuante no setor de seguros -, ainda que formalmente autônoma, encontra-se funcionalmente vinculada ao BdI.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Decreto Legislativo 1 settembre 1993, n. 385 (TUB - Testo Unico Bancario).
- Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF - Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria)
- Decreto Legislativo 7 settembre 2005, n. 209 (Codice delle Assicurazioni Private).
- Decreto-Legge 6 luglio 2012, n. 95 (Disposizioni urgenti per la revisione della spesa pubblica con invarianza dei servizi ai cittadini).

20. JAPÃO

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Integrado – Órgão Independente.

⁸⁷⁴ Conforme determina o próprio estatuto do IVASS, o cargo de presidente do órgão é ocupado pelo Diretor Geral do Banco d'Italia; já o Conselho é formado pelo presidente e outros dos diretores do IVASS; e, por último, o Diretório é composto pelo presidente do Banco da Itália, o presidente do IVASS, três diretores-adjunto do Banco d'Italia e os dois diretores do IVASS.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Financial Supervisory Agency (FSA):** a supervisão do sistema financeiro japonês é feita de forma integrada pela FSA. Assim, enquanto entidade supervisora autônoma, é dotada de uma ampla autoridade regulatória sobre o mercado de capitais, bem como os setores bancário e de seguros. Nesse sentido, dentre suas principais funções estão o planejamento e manutenção da estabilidade do sistema financeiro, a inspeção das instituições e intermediações financeiras e a proteção dos usuários, manejando responsabilidades prudenciais e de conduta.
- **Bank of Japan (BoJ):** apesar de não atuar propriamente como supervisor do sistema financeiro japonês, o BoJ, ao cumprir suas tarefas, realiza a análise de riscos sistêmicos e busca formular políticas destinadas ao seu enfrentamento, bem como incorpora uma perspectiva macroprudencial na condução da política monetária, visando à manutenção do crescimento sustentável e da estabilidade de preços⁸⁷⁵.

EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO SISTEMA FINANCEIRO:

No Japão, até 1998, a supervisão do sistema financeiro era exercida de forma centralizada pelo *Ministry of Finance* (MoF), mediante a distribuição de competências entre diferentes departamentos. Entretanto, a crise financeira que atingiu o país na década de 1990 acarretou grandes pressões políticas por reformas, sustentadas, especialmente, pelas reiteradas falhas do MoF em lidar com problemas de insolvência no sistema financeiro e escândalos de corrupção envolvendo seus próprios agentes⁸⁷⁶, bem como a

⁸⁷⁵ Assim, pode-se dizer que há um certo compartilhamento da supervisão macroprudencial no Japão entre a FSA e o BOJ, de modo que a cooperação entre as duas instituições, que ocorria de maneira predominantemente informal, ganhou contornos institucionais em 2014, com a criação do Council for Cooperation on Financial Stability (CCFS), voltado a facilitar a troca de informações entre os órgãos. Deve-se destacar, porém, que decisões sobre o uso e a ativação de instrumentos regulatórios em prol da supervisão macroprudencial são de competência final da FSA enquanto entidade supervisora autônoma. Cf. FINANCIAL STABILITY BOARD. **Peer Review of Japan: Review Report**. Basel, 21 dez. 2016. Disponível em: <https://www.fsb.org/uploads/Japan-peer-review-report.pdf>.

⁸⁷⁶ HOSHI, Takeo; ITO, Takatoshi. **Financial regulation in Japan: a sixth year review of the Financial Services Agency**. *Journal of Financial Stability*, [S. l.], p. 231, 2004. Disponível em: <https://elischolar.library.yale.edu/ypls-documents/9453/>. Acesso em: 1 set. 2025.



falta de atratividade do mercado japonês, tanto para investidores estrangeiros quanto para consumidores locais, devido ao excesso regulatório⁸⁷⁷.

Diante destas circunstâncias, em 1998, as funções de supervisão financeira foram separadas do MoF e atribuídas à recém-criada Financial Supervisory Agency. Ainda no mesmo ano, com a promulgação do Financial Reconstruction Act, foi instituída a Financial Reconstruction Commission (FRC), encarregada de estabelecer as diretrizes gerais de transição para a nova agência supervisora. Finalmente, em 2000, a Financial Supervisory Agency foi reorganizada e passou a denominar-se Financial Services Agency (FSA), incorporando as atribuições da FRC, que, consequentemente, foi extinta⁸⁷⁸, e assumindo oficialmente a competência de planejamento, regulação e monitoração do sistema financeiro.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Act for Establishment of the Financial Services Agency (Act No. 130 of 1998).
- Bank of Japan Act (Act No. 89 of 1997).

21. MÉXICO

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Setorial.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP):** é responsável pelo planejamento, coordenação, avaliação e monitoramento do sistema financeiro, com especial atenção ao setor bancário.
- **Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV):** órgão desconcentrado da SHCP, possui competência para autorizar, regular, supervisionar e sancionar os diferentes setores e entidades do sistema financeiro mexicano, com exceção dos setores de seguros e de previdência privada, que possuem órgãos próprios de supervisão. Assim, complementarmente à SHCP,

⁸⁷⁷ ODA, Hiroshi. **The Reform of the Financial System in Japan.** Zeitschrift für Japanisches Recht, v. 6, n. 6, p. 4, 1998. Disponível em: <https://www.zjapanr.de/index.php/zjapanr/article/view/838/863>.

⁸⁷⁸ HOSHI; ITO, *op. cit.*, p. 230.

objetiva promover a estabilidade e a integridade do funcionamento das atividades financeiras.

- **Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF):** órgão desconcentrado da SHCP, atua na supervisão do setor de seguros, verificando a conformidade das operações com as normas postas e buscando a preservação da solvência e da estabilidade financeira de suas instituições, garantindo, assim, os interesses dos usuários.
- **Comisión Nacional de Sistemas de Ahorro para el Retiro (CONSAR):** órgão desconcentrado da SHCP, sua principal atribuição é a de regulação e supervisão do sistema de previdência privada, composto pelas contas individuais dos trabalhadores mexicanos.
- **Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF):** tem como função a proteção dos usuários de serviços financeiros perante as instituições do sistema.
- **Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB):** atua para garantir os depósitos dos poupadore nas instituições bancárias, assegurando a estabilidade do sistema financeiro.
- **Banco de Mexico (Banxico):** dentre suas competências está a promoção do desenvolvimento sólido do sistema financeiro⁸⁷⁹, assegurando o adequado funcionamento dos sistemas de pagamento e proteção ao interesse público.

EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO SISTEMA FINANCEIRO:

A evolução da supervisão do sistema financeiro mexicano é marcada por uma série de transformações institucionais e regulatórias. Assim, o modelo que conhecemos hoje

⁸⁷⁹ No cenário mexicano, a supervisão macroprudencial é compartilhada entre os seguintes órgãos: o Banco de México (Banxico), Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF), Comisión Nacional de Sistemas de Ahorro para el Retiro (CONSAR) e Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB). Assim, em 2010, em busca de um grau maior de coordenação, foi criado o Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero (CESF), presidido pela SHCP e responsável por avaliar e analisar riscos à estabilidade financeira entre as autoridades que o compõem, com o objetivo de evitar interrupções ou alterações substanciais no funcionamento do sistema financeiro e, quando ocorrerem, minimizar seus impactos. Cf. INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Mexico: Financial Sector Assessment Program – Detailed Assessment of Observance of Basel Core Principles for Effective Banking Supervision**. Country Report No. 2023/104, mar. 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.5089/9798400236693.002>.

começa a tomar forma já em 1976, com a *Ley Orgánica de la Administración Pública Federal*, que estabeleceu formalmente os deveres de supervisão do setor bancário da *Secretaría de Hacienda y Crédito Público* (SHCP)⁸⁸⁰.

As reformas mais intensas, porém, iniciaram-se nos anos de 1990, impulsionadas pela forte crise financeira que impactou o México durante o período, bem como uma busca por padronização das normas e práticas financeiras nacionais com os padrões internacionais. Almejava-se, nesse contexto, dar um basta à aplicação irregular, negligenciada e abusiva das legislações mexicanas existentes por meio da criação de entidades dotadas de autoridade, capazes de garantir maior coordenação na regulamentação e sua aplicação prática⁸⁸¹. Assim, em 1993, o *Banco de México* (Banxico), existente desde 1925, conquistou autonomia administrativa e política, de modo que ficou definido que o principal objetivo de sua atuação seria a busca pela estabilidade do poder aquisitivo da moeda nacional, fortalecendo, consequentemente, o desenvolvimento nacional⁸⁸².

Em seguida, por meio da fusão entre a Comisión Nacional Bancaria e a Comisión Nacional de Valores⁸⁸³, instituiu-se, em 1996, a *Comisión Nacional Bancaria y de Valores*

⁸⁸⁰ Deve-se ressaltar, entretanto, que a Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) foi instituída muito antes. A administração financeira do México teve seu marco em 1821, com a criação da Secretaría de Estado y del Despacho de Hacienda, a qual, ao longo dos séculos XIX e XX, passou por diversas mudanças e reformulações, até assumir sua configuração atual como SHCP.

⁸⁸¹ SOULÉ, Alejandra Salas-Porras. **Organizaciones nacionales e internacionales que rigen el mercado financiero mexicano (1990-2005)**. Revista Mexicana de Ciencias Políticas y Sociales, [s.l.], n. 3, p. 93, 2010. Disponível em: http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0185-19182010000300005.

⁸⁸² CONTRERAS BUSTAMANTE, Raúl. **Órganos Constitucionales Autónomos: desde la perspectiva académica**. Revista de Administración Pública, núm. 158, vol. LVII, p. 74, mayo-agosto 2022. Instituto Nacional de Administración Pública, A.C. Disponível em: <https://inap.mx/wp-content/uploads/2023/01/RAP-158.pdf#page=64>.

⁸⁸³ No final do século XIX, devido a mudanças e desenvolvimentos na economia do México, a SHCP foi instituída como supervisora do sistema financeiro nacional. Por necessidade, em 1924, criou-se a Comisión Nacional Bancaria (CNB), cujo objetivo era monitorar o setor bancário com um maior grau de especialização; a partir de 1928, passou a também supervisionar a bolsa de valores. Posteriormente, em 1946, graças a um aumento na atividade do mercado bursátil mexicano, estabeleceu-se a Comisión Nacional de Valores (CNV), a qual ficou responsável pela regulação do mercado de capitais. Por fim, com a chegada dos anos 1990 e a busca por reformas que possibilitassem ao país uma maior integração internacional, pensou-se em propostas capazes de tornar o sistema financeiro mais eficiente e competitivo, chegando, então, à fusão da CNB e da CNV. Cabe mencionar que esse movimento foi igualmente impulsionado por pressões políticas da época, surgidas após escândalos de corrupção dos administradores dos órgãos



(CNBV), o que foi essencial para interligar as redes de políticas financeiras mexicanas com as internacionais, de modo que seus funcionários participaram ativamente de fóruns e debates internacionais com a finalidade de promover harmonização regulatória⁸⁸⁴.

No mesmo ano, devido à mudança do regime de aposentadoria no México, que passou a integrar o modelo privado, foi criada, também, a *Comisión Nacional de Sistemas de Ahorro para el Retiro* (CONSAR) para a promoção da supervisão do setor de previdência privada. Ainda, em 1998, outros dois importantes órgãos foram estabelecidos: o *Instituto para la Protección al Ahorro Bancario* (IPAB) e a *Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros* (CONDUSEF), sendo este último um protetor dos consumidores de serviços financeiros. Finalmente, em 2013, a *Comisión Nacional de Seguros y Fianzas* (CNSF) alcançou sua forma atual, após um constante processo de aprimoramentos da *Comisión Nacional de Seguros*, instituição responsável por supervisionar o setor de seguros no México desde 1946.

Nos dias de hoje, o sistema financeiro mexicano permanece sendo supervisionado e regulado por diversos órgãos, sendo a SHCP central na organização do sistema. Inclusive, seus órgãos desconcentrados - a CNBV, a CNSF e a CONSAR -, embora possuam autonomia técnica e poderes executivos próprios, necessitam que seus orçamentos individuais passem por aprovação, de modo que estão sujeitos a medidas de austeridade, o que pode impactar em sua capacidade operacional.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Ley del Banco de México (1993).
- Ley de La Comisión Nacional Bancaria Y de Valores (1995).
- Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros (1999).
- Ley de Protección al Ahorro Bancario (1999).

financeiros do México. Cf. PINZÓN MENDOZA, María de Lourdes. **Evaluación del Bando 2 en el Distrito Federal: financiamiento de organismos públicos de vivienda y banca comercial en el Bando 2, período comprendido entre 1990 y 2005**. Tese (Mestrado em Urbanismo) – Facultad de Arquitectura, Universidad Nacional Autónoma de México, Ciudad de México, pp. 28 – 31, 2010. Disponível em: <https://ru.dgb.unam.mx/items/a2d0232a-772e-4169-9fdb-1d64a7cf533d>.

⁸⁸⁴ SOULÉ, *op. cit.*, p. 95.



- Ley de Instituciones de Seguros y de Fianzas (2013).

22. TURQUIA

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Setorial.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Capital Markets Board of Türkiye (CMB):** é responsável pela regulação e supervisão do mercado de capitais turco. Sua principal finalidade é promover o bom funcionamento do setor e proteger os investidores, garantindo transparência, integridade e conduta adequada por parte dos intermediários.
- **Banking Regulation and Supervision Agency (BRSA):** atua na supervisão prudencial e de conduta. Assim, possui competência para regular e supervisionar o setor bancário nacional e seus agentes, assim como também procura assegurar a confiança e a estabilidade do mercado financeiro na Turquia, realizando o planejamento necessário para que esses objetivos sejam alcançados.
- **Insurance and Private Pension Regulation and Supervision Agency (IRSA):** é o órgão encarregado pela supervisão dos setores de seguros e de previdência privada, realizando, principalmente, a elaboração e implementação de legislações aplicáveis às atividades de seus intermediários e o monitoramento do cumprimento dessas normas, em busca da proteção dos usuários e da manutenção da integridade do sistema de seguros e de previdência privada.
- **Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT):** apesar do CBRT não ser um supervisor direto do sistema financeiro turco, tem como função essencial alcançar e manter a estabilidade de preços no país; para alcançar tal objetivo, maneja outras responsabilidades conjuntas, como a determinação da política monetária e a busca pela solidez financeira da Turquia - ou seja, o órgão detém algumas atribuições macroprudenciais⁸⁸⁵.

⁸⁸⁵ Após a crise financeira global, na ausência de um quadro institucional formal, o CBRT assumiu um papel de liderança na supervisão macroprudencial da Turquia. Tal conjuntura mudou apenas em 2011, com a criação do Financial Stability Committee (FSC), cujo propósito era melhorar a partilha de informações, a coordenação e a cooperação entre as principais instituições relevantes para a estabilidade financeira turca. Dentre elas, estão, por exemplo, o próprio CBRT, a Banking Regulation and Supervision Agency (BRSA) e o Capital Markets Board (CMB) - suas tarefas incluem avaliar riscos sistêmicos e identificar possíveis medidas para combatê-los. Vale destacar



Evolução Histórica do Sistema Financeiro:

Nos anos de 1970, observou-se, na Turquia, uma das piores décadas para o crescimento econômico nacional. Em resposta a esse problema, viu-se no país, uma transição para uma economia de mercado orientada para a exportação, com uma significativa liberalização financeira cuja finalidade era superar práticas bancárias fortemente reguladas e impulsionar um sistema bancário competitivo e aberto⁸⁸⁶. Tal processo levou, então, à criação do *Capital Markets Board of Türkiye* (CMB) pela Lei nº 6.362, em 1981, não apenas para garantir a confiança, transparência e estabilidade do mercado de capitais turco, mas também para proteger os direitos de investidores, sendo o primeiro órgão supervisor e regulador nacional.

Posteriormente, em meio a uma nova crise econômica, a busca por alinhamento aos padrões internacionais se manteve; portanto, em 1999, foi estabelecida a *Banking Regulation and Supervision Agency*⁸⁸⁷, encarregada de impor requisitos mais rigorosos para o estabelecimento, operação, monitorização e supervisão das atividades dos bancos, bem como a criação de um programa de reestruturação visando um sistema financeiro sólido e competitivo⁸⁸⁸.

Em seguida, em 2007, a Lei nº 5.684 estabeleceu a criação do *Insurance Supervision Board*. Anos depois, em 2019, por meio do Decreto Presidencial nº 47, houve uma fusão entre este órgão, responsável pelo setor de seguros, com o supervisor do setor de previdência privada, originando o *Insurance and Private Pension Regulation and*

que o FSC não detém ferramentas próprias, de modo seu papel é o de mero facilitador na implementação de políticas prudenciais. Cf. KARA, A. Hakan. **A brief assessment of Turkey's macroprudential policy approach (2011–2015)**. Central Bank Review, v. 16, n. 1, pp. 1–10, 2016. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1303070116300294>.

⁸⁸⁶ GÖRMEZ, Yüksel. **Banking in Turkey: History and Evolution**. SSRN Electronic Journal, [S. I.], ps. 17-18, 2008.

⁸⁸⁷ Antes disso, a supervisão do setor bancário na Turquia era fragmentada, sendo realizada, a princípio, pelo Banco Central (CBRT) e, posteriormente, em conjunto com o Savings Deposit Insurance Fund (SDIF), criado em 1983. O sistema descrito era considerado deficiente, o que levou à criação da BRSA como uma agência suprema com autonomia administrativa. Cf. AKSOY, Tamer; GUZEL, Adnan. **Banking in Türkiye: History, Evaluation, and Role in the Financial System**. In: ÇALIYURT, Kiymet Tunca (ed.). **History of Accounting, Management, Business and Economics**, Volume I: Accounting, Finance, Sustainability, Governance & Fraud: Theory and Application. Singapore: Springer Nature Singapore Pte Ltd., 2023, pp. 103-144.

⁸⁸⁸ AKSOY, Tamer; GUZEL, Adnan. **Banking in Türkiye: History, Evaluation, and Role in the Financial System**. In: ÇALIYURT, Kiymet Tunca (ed.). **Accounting, Finance, Sustainability, Governance & Fraud: Theory and Application**. Singapore: Springer Nature Singapore Pte Ltd., pp. 133, 2023.



Supervision Agency (IRSA), sob o pretexto de que tal mudança poderia contribuir para dinamizar a regulação e supervisão de ambos os setores, ajudando a transformar Istambul em um centro financeiro global.

Assim, o modelo de supervisão na Turquia continua sendo caracterizado por uma estrutura setorial, formada por órgãos distintos, que contempla a BRSA, para o setor bancário; o CMB, para o mercado de capitais; e, por fim, a IRS, para o setor de seguros. Sua evolução ao longo do tempo se deu por uma busca contínua por estabilidade e adaptabilidade aos padrões internacionais.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Capital Market Law (Law No. 6.362 of 1981).
- Banking Law (Law No. 4.389 of 1999).
- Insurance Law (Law No. 5.684 of 2007).
- Law on the Central Bank of the Republic of Turkey (No. 4651 of 2001).

23. REINO UNIDO

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Parcialmente Integrado (*Twin Peaks*).

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Financial Conduct Authority (FCA):** A FCA tem como objetivo estratégico assegurar o bom funcionamento dos mercados, protegendo consumidores, promovendo a integridade e estimulando a concorrência. Ela busca garantir a solidez, estabilidade e resiliência do sistema financeiro do Reino Unido, prevenir crimes e abusos de mercado e assegurar transparéncia nos preços. Além de fomentar a concorrência em benefício dos consumidores, a FCA também atua para fortalecer a competitividade internacional do setor financeiro britânico e apoiar o crescimento econômico sustentável em linha com padrões internacionais⁸⁸⁹.
- **Prudential Regulation Authority (PRA):** A PRA é responsável pela regulação prudencial. Seu objetivo geral é promover a segurança e a estabilidade

⁸⁸⁹ REINO UNIDO. Financial Services Act 2012. Lei nº 21, 2012. [Londres]. Assentido em 19 de dezembro de 2012.



das pessoas autorizadas pela PRA. Assim como a FCA, a PRA também possui objetivos secundários de competitividade e crescimento, visando facilitar a competitividade internacional da economia do Reino Unido (através da contribuição de instituições autorizadas pela PRA) e seu crescimento a médio e longo prazo. Seu objetivo de concorrência é facilitar a competição efetiva nos mercados de serviços prestados por pessoas autorizadas pela PRA. Desde 2017, a PRA deixou de existir como subsidiária legal e foi integrada na entidade legal única do Bank of England. A governança da autoridade passou a ser exercida pelo Prudential Regulation Committee (PRC), que substituiu o antigo conselho da PRA e exerce, como comitê estatutário do BoE, o exercício das funções da PRA.

- **Bank of England (BoE):** O BoE desempenha um papel crucial, tendo como principal objetivo a estabilidade financeira. É o regulador responsável por casas de compensação reconhecidas e pode exigir informações ou documentos necessários para esse fim. Também atua, junto com a FCA e a PRA, como regulador de terceiros críticos, possuindo poderes e deveres específicos em relação às Central Counterparties (CCPs), incluindo a criação e manutenção de planos de resolução e a imposição de requisitos sobre elas⁸⁹⁰.

EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO SISTEMA FINANCEIRO:

O marco inicial das reformas significativas do sistema financeiro britânico foi o “Big Bang”⁸⁹¹ de 1986, que buscou adaptar o país às mudanças do mercado e garantir estabilidade. Em 27 de outubro, a Bolsa de Valores do Reino Unido aboliu as comissões fixas de corretagem e a separação entre corretores e formadores de mercado. Poucos dias depois, em 7 de novembro, entrou em vigor a *Financial Services Act*, que reorganizou o setor de valores mobiliários e investimentos, criou a *Securities and Investments Board* (SIB) e permitiu a atuação de organizações autorreguladoras (SROs)⁸⁹². O objetivo central era modernizar e expandir os mercados de capitais.

⁸⁹⁰ REINO UNIDO. *Financial Services and Markets Act 2000*. Lei nº 29, 2003.

⁸⁹¹ HABLUTZEL, Philip N. British banks' role in U.K. capital markets since the Big Bang, in Chicago-Kent Law Review, Chicago, v. 68, n. 1, p. 365-376, Dec. 1992. Disponível em: <https://scholarship.kentlaw.iit.edu/cklawreview/vol68/iss1/27>.

⁸⁹² HABLUTZEL, Philip N. British banks' role in U.K. capital markets since the Big Bang. Chicago-Kent Law Review, Chicago, v. 68, n. 1, p. 365-376, Dec. 1992. Disponível em: <https://scholarship.kentlaw.iit.edu/cklawreview/vol68/iss1/27>.



Nos anos 2000, o sistema foi consolidado sob a *Financial Services Authority* (FSA), criada pela *Financial Services and Markets Act 2000* (FSMA 2000). A FSA reuniu diversos reguladores existentes, assumiu a supervisão bancária do *Bank of England* e a função de Autoridade de Listagem da *London Stock Exchange*. Operando com uma abordagem baseada em princípios, buscava flexibilidade, mas também gerava críticas quanto à aplicação prática e ao custo de conformidade.

A influência da União Europeia também foi determinante. A *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID), em vigor desde 2007, promoveu a harmonização regulatória, ampliando a competição e a integração dos mercados de capitais europeus. Essa diretiva exigiu maior cooperação entre reguladores nacionais e impulsionou a transição de práticas baseadas em regras para uma supervisão mais principiológica. O Reino Unido exerceu influência marcante na elaboração do “*Single Rulebook*” da UE, legado que ainda repercute⁸⁹³.

Contudo, a crise financeira global de 2008 revelou fragilidades do modelo da FSA, que acumulava funções de regulação prudencial e de conduta de negócios. A autoridade foi criticada por falhar na prevenção da crise, alimentando o debate sobre a necessidade de separar responsabilidades para garantir maior eficácia na supervisão financeira e proteção ao consumidor.

Esse debate resultou na *Financial Services Act 2012*, que instituiu o modelo *Twin Peaks*. A partir dele, as funções da antiga FSA foram divididas entre duas entidades: a *Prudential Regulation Authority*, voltado à estabilidade do sistema, e a *Financial Conduct Authority*, dedicada à proteção do consumidor e à conduta de mercado. Essa reestruturação buscou criar uma supervisão mais focada, robusta e adequada aos desafios pós-crise.

Assim, o modelo regulatório britânico revela uma trajetória marcada pela concentração e pela posterior especialização: de um modelo setorial, fragmentado entre diferentes órgãos, que avançou, em 1997 para o modelo integrado da FSA, centralizando

⁸⁹³ PETIT, Christy Ann; BECK, Thorsten. **Recent trends in UK financial sector regulation and possible implications for the EU, including its approach to equivalence**. Luxembourg: European Parliament, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, 2023. (Study requested by the ECON Committee, PE 740.067). Disponível em: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2023/740067/IPOL_STU\(2023\)740067_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2023/740067/IPOL_STU(2023)740067_EN.pdf).





a supervisão de todo o sistema financeiro⁸⁹⁴. No entanto, as fragilidades expostas pela crise de 2008 mostraram os limites dessa abordagem, conduzindo em 2012 à adoção definitiva do Twin Peaks, que, embora ainda concentrado em duas grandes autoridades, promoveu uma divisão funcional entre a estabilidade prudencial e a proteção do consumidor, buscando maior eficácia e equilíbrio.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- European Union (Withdrawal) Act 2018.
- Financial Services Act 1986.
- Financial Services Act 2010.
- Financial Services Act 2012.
- Financial Services and Markets Act 2023.
- The Financial Services and Markets Act 2000 (Consequential Amendments and Repeals) Order 2001. Instrumento Estatutário nº 3649, 2001.

24. RÚSSIA

MODELO REGULATÓRIO VIGENTE: Integrado – Banco Central.

COMPETÊNCIAS E ATRIBUIÇÕES DOS ÓRGÃOS REGULADORES:

- **Central Bank of the Russian Federation (CBR):** O CBR é responsável pela regulamentação, controle e supervisão de uma vasta gama de entidades e atividades, como participantes profissionais do mercado de valores mobiliários e gestores de fundos de investimentos. Ele estabelece requisitos para a forma e o conteúdo de prospectos de valores mobiliários, realiza o registro de emissões (adicionais) de valores mobiliários e relatórios de resultados de emissões. Além disso, conduz inspeções das atividades dos emissores, monitora a conformidade com a legislação das sociedades anônimas e valores mobiliários, supervisiona as infraestruturas do mercado financeiro, como depositários centrais e contrapartes centrais, gere os registros de licenças, e combate o uso indevido de informações

⁸⁹⁴ TAYLOR, Michael W. "The Three Episodes of Twin Peaks", in GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (editors). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**, Cambridge: Cambridge University Press, 2021, p. 18.



privilegiadas e a manipulação de mercado. O CBR também desempenha um papel crucial no desenvolvimento do mercado, promovendo um ambiente de livre mercado, concorrência e confiança, incentivando o financiamento de capital próprio e instrumentos de poupança de longo prazo, e publicando relatórios de estabilidade financeira e tendências do mercado⁸⁹⁵.

- **National Settlement Depository (NSD):** O NSD é uma instituição de crédito não bancária que desempenha diversas funções essenciais de infraestrutura no mercado financeiro russo. Atua como o depositário central de valores mobiliários (CSD), responsável pela custódia e registro de títulos de forma desmaterializada (aqueles apenas registrados em sistema de livro contábil). Além disso, funciona como depositário de liquidação (SD), um sistema de pagamento sistematicamente importante (SIPS) e um repositório de negociação (TR).

EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO:

A regulação do mercado de capitais russo percorreu um caminho complexo desde o colapso da União Soviética, caracterizado por uma transição rápida e, por vezes, caótica. Inicialmente, após o lançamento do programa de privatização em massa em 1992, que distribuiu vouchers negociáveis a todos os cidadãos, o mercado operava com uma proliferação de regulamentos contraditórios, emanando de diversas agências governamentais, como o Comitê Estatal de Gestão da Propriedade (GKI), o Ministério das Finanças e o Banco Central.

Em novembro de 1994, foi criada a Comissão Federal Russa de Valores Mobiliários e do Mercado de Capitais (RFCSCM), uma agência federal única com ampla jurisdição para a regulamentação e desenvolvimento do mercado de capitais⁸⁹⁶.

A fundação da RFCSCM, seguida pela Lei das Sociedades Anônimas em 1995 e pela Lei do Mercado de Valores Mobiliários (SML) em 1996, marcou a formação da base para o sistema legal do mercado de valores mobiliários. No entanto, a crise financeira

⁸⁹⁵ NOEL, Michel; KANTUR, Zeynep; KRASNOV, Evgeny; RUTLEDGE, Sue. **Development of capital markets and institutional investors in Russia: recent achievements and policy challenges ahead**. Washington, D.C.: The World Bank, 2006. (World Bank Working Paper, n. 87).

⁸⁹⁶ SMOLE, Nejc. **Liberalization of the Capital Market in Russia**. 2008. University of Denver, Denver, 2008. Disponível em: <https://digitalcommons.du.edu/etd/613>.



russa de 1998 expôs as fragilidades legislativas e a instabilidade macroeconômica, resultando em renacionalizações e na imposição de controles de capital. Ao longo dos anos, houve um crescente reconhecimento da necessidade de um órgão regulador único, dado o desenvolvimento e a consolidação dos serviços financeiros, para melhor gerir os riscos e aumentar a competitividade do mercado⁸⁹⁷.

Esta ideia de um “megaregulador” financeiro ganhou força, e o momento decisivo ocorreu em setembro de 2013, com a dissolução do Serviço Federal de Mercados Financeiros (FFMS) – sucessor da RFCSCM – e a transferência das suas competências para o Banco da Rússia (CBR). Desde então, o Banco da Rússia consolidou os poderes regulatórios sobre o setor financeiro, tornando-se o megaregulador integrado do mercado de capitais russo, responsável pela elaboração de políticas de desenvolvimento e estabilidade, e pela supervisão de uma vasta gama de instituições financeiras, continuando a adaptar-se aos desafios e a promover um ambiente de mercado resiliente e transparente⁸⁹⁸.

PRINCIPAIS NORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO:

- Federal Law No. 173-FZ of December 10, 2003. Sobre a regulação e o controle cambial.
- Federal Law No. 251-FZ of July 23, 2013. Sobre alterações a certos atos legislativos da Federação Russa em conexão com a atribuição ao Banco da Rússia de poderes de regular, controlar e supervisionar os mercados financeiros.
- Federal Law No. 39-FZ of April 22, 1996. Sobre o mercado de valores mobiliários.
- Federal Law No. 39-FZ of February 25, 1999. Sobre a atividade de investimento na Federação Russa realizada sob a forma de investimentos de capital

⁸⁹⁷ TYKVOVÁ, Tereza. “Effects of the Integration Process on the Capital Markets in Russia”, in SCHRÖDER, Michael (ed.). **The New Capital Markets in Central and Eastern Europe**. Berlin; Heidelberg: Springer, 2001. pp. 376-396.

⁸⁹⁸ SRINIVAS, Gynedi. **Financial Sector Assessment Program: Russian Federation – Financial Infrastructure Technical Note**. Washington, D.C.: World Bank; International Monetary Fund, jul. 2016. Disponível em: <https://www.worldbank.org/fsap>.



-
- Federal Law No. 414-FZ of December 7, 2011. Sobre o depositário central de valores mobiliários.
 - Federal Law No. 46-FZ of March 5, 1999. Sobre a proteção dos direitos e interesses legítimos dos investidores no mercado de valores mobiliários.
 - Federal Law No. 86-FZ of July 10, 2002. Sobre o Banco Central da Federação Russa (Banco da Rússia).
 - The Constitution of the Russian Federation. Capítulo 3: A Estrutura Federal. Aprovada em 12 de dezembro de 1993.



25. CONCLUSÃO

A partir da análise dos 19 países, observa-se uma prevalência de sistemas com concentração de competências em poucos órgãos reguladores. Predominaram modelos integrados e parcialmente integrados, tanto com organização por objetivos (*Twin Peaks*) quanto institucionais (Duas Agências). No cômputo atual, 11 adotam modelos concentrados (Integrado – Órgão Independente, Integrado – Banco Central, Duas Agências ou *Twin Peaks*), 6 permanecem Setoriais, e 2 mantêm Modelos Atípicos:

PAÍS	MODELO REGULATÓRIO
Canadá	Modelo atípico
Estados Unidos	Modelo atípico
China	Duas Agências
França	Duas Agências
Itália	Duas Agências
Rússia	Integrado – Banco Central
Alemanha	Integrado – Órgão Independente
Coreia do Sul	Integrado – Órgão Independente
Indonésia	Integrado – Órgão Independente
Japão	Integrado – Órgão Independente
Arábia Saudita	Setorial
Argentina	Setorial
Brasil	Setorial
Índia	Setorial
México	Setorial
Turquia	Setorial
África do Sul	<i>Twin Peaks</i>
Austrália	<i>Twin Peaks</i>
Reino Unido	<i>Twin Peaks</i>

Entre as mudanças recentes, observam-se tendências convergentes, ainda que por vias institucionais distintas: África do Sul e Reino Unido migraram para o modelo *Twin Peaks*; Alemanha e Indonésia consolidaram a supervisão integrada em autoridade única independente (Integrado – Órgão Independente); Rússia concentrou a supervisão no banco central (Integrado – Banco Central); e França, China e Itália adotaram o modelo de Duas Agências. O Japão manteve-se integrado, mas com transição do eixo ministerial para uma autoridade de supervisão independente (Integrado – Órgão Independente).

As principais motivações para essas reformas foram tentar reduzir a arbitragem regulatória e suprir lacunas de supervisão que não eram devidamente abarcadas pelos modelos adotados anteriormente. Além disso, a concentração de competências foi implementada com o intuito de se conquistar ganhos de escala e de eficiência, a partir de uma visão integrada sobre os novos e complexos riscos dos mercados contemporâneos.

Essa necessidade se fez mais evidente nos países que passaram por crises financeiras recentes, que foram consequência, em grande medida, da insuficiência dos órgãos reguladores anteriores. Foi o caso de países como a França e o Reino Unido após a crise de 2008, a Rússia após a crise de 1998 e o Japão após a crise de 1990.



Por outro lado, também houve uma exceção à tendência de concentração de competências. A Arábia Saudita, que operava em modelo de duas agências, reorganizou-se para um modelo setorial em 2023. Essa transição foi motivada, principalmente, pela necessidade interna de maior especialização da supervisão do setor de seguros privados sauditas, em linha com os objetivos do Visão 2030.

Em resumo, a análise dos países do G20 revelou uma tendência de distanciamento dos modelos setoriais tradicionais em direção a estruturas regulatórias mais concentradas. Esse movimento tem sido impulsionado pela crescente complexidade dos mercados e pelos impactos de crises sistêmicas passadas. O Brasil, que mantém uma estrutura setorial, integra o grupo minoritário entre as maiores economias do mundo. As experiências das nações detalhadas neste estudo, oferecem, portanto, um valioso subsídio para o debate sobre a modernização da supervisão do sistema financeiro nacional.

Contudo, é necessário ressaltar que este estudo não se propôs a fazer uma análise qualitativa dos modelos regulatórios existentes, mas sim oferecer uma visão estritamente comparativa. Para além das tendências internacionais, a discussão de reforma do modelo regulatório brasileiro deve também considerar as peculiaridades do sistema financeiro brasileiro, que não foram objeto deste estudo. Logo, qualquer proposta de reforma do modelo regulatório brasileiro deve sermeticulosamente avaliada à luz do contexto e das necessidades específicas do país.



26. REFERÊNCIAS⁸⁹⁹

CALVO, Daniel; CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; GUTIÉRREZ, Oscar Pascual. **Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?** FSI Insights on policy implementation No 8, Bank for International Settlements, April 2018

ÁFRICA DO SUL

ÁFRICA DO SUL. **Financial Sector Regulation Act 9 of 2017.**

- _____ . **South African Reserve Bank Act**, 1989.
- _____ . **Financial Markets Act**, 2012.
- _____ . **National Credit Act**, 2005.
- _____ . **Financial Services Ombud Schemes Act**, 2004.

BAKER MCKENZIE. “Who regulates banking and financial services in your jurisdiction? “, *in Global Financial Services Regulatory Guide - South Africa*, 2024. Disponível em: <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-financial-services-regulatory-guide/europe-middle-east-and-africa/south-africa>.

BOTHA, Erika; MAKINA, Daniel. **Financial Regulation And Supervision: Theory and Practice In South Africa**, *in* International Business & Economics Research Journal, v. 10, no. 11, 2011, pp. 27-36.

GODWIN, Andrew. **Australia's Trek Towards Twin Peaks - Comparisons with South Africa**, *in* Law and Financial Markets Review, v. 11, no. 4, 2017, pp. 183-193.

GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. **Twin Peaks: South Africa's financial sector regulatory framework**, *in* South Africa Law Journal, 134(3), pp. 665-702.

HAVEMANN, Roy. “Twin Peaks in South Africa”, *in* GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (editors). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**, Cambridge: Cambridge University Press, 2021, pp. 133-152.

HEERDEN, Corlia Van; NIEKERK, Gerda Van. **Twin Peaks in South Africa: a new role for the central bank**, *in* Law and Financial Markets Review, v. 11, no. 4, 2017, pp. 154-162.

QUMBA, Mmiselo Freedom. **A Comparative Analysis of The Twin Peaks Model of Financial Regulation in South Africa and The United Kingdom**, South African Law Journal, v. 139, no. 1, 2022, pp. 78-113, p. 103.

REPUBLIC OF SOUTH AFRICA NATIONAL TREASURY. **A safer financial sector to serve South Africa better**, 2011. Disponível em: <https://www.treasury.gov.za/twinpeaks/20131211%20-%20item%202%20a%20safer%20financial%20sector%20to%20serve%20south%20africa%20better.pdf>.

_____. **Twin Peaks in South Africa: response and explanatory document (Accompanying the Second Draft of the Financial Sector Regulation Bill)**, 2014. Disponível em: <https://www.treasury.gov.za/public%20comments/fsr2014/2014%2012%20Response%20document.pdf>.

⁸⁹⁹ A data de último acesso de todas as páginas na internet indicadas na seção de referências é 05/09/2025.



SCHMULOW, Andrew. **Financial regulatory governance in South Africa: the move towards Twin Peaks**, in African Journal of International and Comparative Law, v. 25, no. 3, 2017, pp. 393-417

. **Retail Market Conduct Reforms in South Africa Under Twin Peaks**, in University of Western Australia-Faculty of Law Research Paper, No. 2018, 2018.

ALEMANHA

ALEMANHA. **Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG**, 2002.

. **Banking Act (Kreditwesengesetz - KWG)**, 1961.

. **Lei de Negociação de Valores Mobiliários (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG)**, 1994.

. **Lei de Supervisão de Seguros (Versicherungsaufsichtsgesetz – VAG)**, 2015.

BAKER MCKENZIE. “Who regulates banking and financial services in your jurisdiction?”, in **Global Financial Services Regulatory Guide - Germany**, 2024. Disponível em: <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-financial-services-regulatory-guide/europe-middle-east-and-africa/germany>.

DETZER, Daniel et al. **The German Financial System and the Financial and Economic Crisis**, Cham: Springer International Publishing, 2017, pp. 92-93.

DETZER, Daniel; HERR, Hansjörg. “Financial regulation in Germany”, in KATTEL, Rainer; KGREGEL, Jan; TONVERONACHI, Mario (editors). **Financial Regulation in the European Union**, Oxon: Routledge, 2016, pp. 41-77.

ERNSTBERGER, Jürgen; HITZ, Jörg-Markus; STICH, Michael. **Enforcement of Accounting Standards in Europe: Capital Market Based Evidence for the Two-tier Mechanism in Germany**, in European Accounting Review (Forthcoming), 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1395729>.

FISCHER, Karl-Hermann; PFEIL, Christian. “Regulation and Competition in German Banking: An Assessment”, in KRAHNEN, Jan P.; SCHMIDT, Reinhard H. **The German Financial System**, New York: Oxford University Press Inc., 2004, pp. 291-350.

FRACH, Lotte. **Finanzaufsicht in Deutschland und Großbritannien: Die BaFin und die FSA im Spannungsfeld der Politik**, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, 2008.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Germany: Financial Sector Assessment Program Technical Note - Regulation and Supervision of less significant institutions**, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2022.

MWENDA, Kenneth K.; MVULA, Judith M. **A framework for unified financial services supervision: Lessons from Germany and other European countries**. Journal of International Banking Regulation, v. 5, n. 1, 2003, p. 35-56, set. 2003.

POTO, Margherita Paola. **The financial supervisory authority in Germany**, in Revista Direito das Políticas Públicas, v. 2, n. 1, Rio de Janeiro: Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro, 2020, pp. 90-125.

SCHÜLER, Martin. **Integrated Financial Supervision in Germany**. Mannheim: ZEW Mannheim, 2004. (Discussion Paper, n. 04-35).

ARÁBIA SAUDITA

ARÁBIA SAUDITA. **Saudi Central Bank Law (Royal Decree No. M36)**, 2020.



_____ . **Capital Market Law (Royal Decree No. (M/30), 2003.**

_____ . **Royal Decree No. 85 on 28/1/1445AH, 2023.**

AL TAMIMI & CO. **KSA Insurance Regulatory 2023 Round-up.** Publicado em 05/01/2024. Disponível em: <https://www.tamimi.com/news/ksa-insurance-regulatory-2023-round-up/>.

CAPITAL MARKET AUTHORITY (CMA). **About Capital Market Authority.** Disponível em: <https://cma.gov.sa/en/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx>.

_____ . **Capital Market Law.** Disponível em: <https://cma.gov.sa/en/RulesRegulations/CMALaw/Pages/default.aspx>.

HOLMAN FENWICK WILLAN. **Saudi Arabia Insurance Authority's release the much-anticipated draft insurance law.** Publicado em 08/07/2025. Disponível em: <https://www.hfw.com/insights/saudi-arabia-insurance-authoritys-release-the-much-anticipated-draft-insurance-law/>.

KINGDOM OF SAUDI ARABIA. **Financial Sector Development Program - Program Charter 2021,** 2021. Disponível em: https://www.vision2030.gov.sa/media/ud5micju/fsdp_eng.pdf.

_____ . **Vision Realization Program: Financial Sector Development Program.** Disponível em: <https://www.vision2030.gov.sa/en/explore/programs/financial-sector-development-program>.

NORTON ROSE FULBRIGHT. **Transforming Saudi Arabia's Insurance Landscape: The Role and Impact of the New Saudi Insurance Authority.** Publicado em 03/2024. Disponível em: <https://www.nortonrosefulbright.com/en-th/knowledge/publications/f4f1e0fe/transforming-saudi-arabias-insurance-landscape>.

RAMADY, Mohamed A. **Financial Regulation and Liberation: Saudi Arabia's Path Towards True Global Partnership,** London: Springer Briefs in Economics, 2021.

SAUDI CENTRAL BANK (SAMA). **Historical Preview.** Disponível em: <https://www.sama.gov.sa/en-US/About/pages/samahistory.aspx>.

_____ . **The Historical Framework Of The Currency Of Saudi Arabia.** Disponível em: <https://www.sama.gov.sa/en-US/Currency/Pages/HistoricalInfo.aspx>.

ARGENTINA

ARGENTINA. **Carta Orgánica del BCRA (Ley 24.144), 1992.**

_____ . **Ley de Entidades Financieras (Ley 21.526), 1977.**

_____ . **Ley de Mercado de capitales (Ley 26.831), 2013.**

_____ . **Ley de Financiamiento Productivo (Ley 27.440), 2018.**

_____ . **Ley de Entidades de Seguros y su Control (Ley 20.091), 1973.**

_____ . **Ley de Seguros (Ley 17.418), 1967.**

_____ . **Ley de Régimen de los Productores Asesores de Seguros (Ley 22.400), 1981.**

BAKER MCKENZIE. "Who regulates banking and financial services in your jurisdiction? ", *in Global Financial Services Regulatory Guide - Argentina*, 2024. Disponível em: <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-financial-services-regulatory-guide/latin-america/argentina/topics/what-are-the-main-sources-of-regulatory-laws-in-your-jurisdiction>.

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA. **Historia del Banco Central.** Disponível em: <https://www.bcra.gob.ar/Institucional/Historia.asp>.



_____ . **Memoria Anual: Primer Ejercicio**, Buenos Aires: Imp. Luis L. Gotelli, 1936.

CARMONA, Alberto Garcia. **The Capital Market in Argentina**, *in* International Business Law Journal, v. 1993, no. 8, 1993, pp. 1067-1071.

CLAGETT, Helen L. **A Guide to the Law and Legal Literature of Argentina**, Washington: The Library of Congress, 1948.

LORENZUTTI, Jorge A. **Dinero, política y bancos: Historia del Banco Central de la República Argentina (1935 - 1955)**, Buenos Aires: Universidad Abierta Interamericana, 1996.

MINISTERIO DE ECONOMÍA. **La Superintendencia celebra su 85º aniversario**. Publicado em 21/06/2022. Disponível em: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-superintendencia-celebra-su-85deg-aniversario>.

_____ . **Quiénes somos** - CNV. Disponível em: <https://www.argentina.gob.ar/cnv/institucional/quienes-somos>.

OTEIZA, Carlos; ANDERLIC, ALEJANDRO. **Argentina: Capital Markets**, *in* International Financial Law Review, 5, 1997.

AUSTRÁLIA

AUSTRÁLIA, Australian Securities and Investments Commission Act 2001, nº 51, 2001, Compilation nº 56, 19 March 2015.

_____ . Australian Prudential Regulation Authority Act, 1998.

_____ . Corporations Act 2001. Comp. nº 50, 2001.

_____ . Securities Industry Act 1970. Act nº 35, 1970.

AUSTRALIAN INVESTMENT COUNCIL. **Australia's evolving capital markets**: response to ASIC discussion paper on the dynamics between public and private markets. Abril 2025

BERGER-THOMSON, Laura; BREUSCH, John; LILLEY, Louise. **Australia's experience with economic reform**. Treasury Working Paper, The Treasury, Outubro 2018

BLACK, Susan et al. **A History of Australian Corporate Bonds**. RDP 2012-09, Reserve Bank of Australia, Dezembro 2012

GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. **A jurisdictional comparison of the twin peaks model of financial regulation**. Journal of Banking Regulation, v. 18, p. 103-131, Abril 2017

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

BRASIL

BRASIL, Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964

_____ . Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965

_____ . Decreto-lei nº 73, de 21 de novembro de 1966

_____ . Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976

_____ . Lei nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009

_____ . Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021.





CEREZETTI, Sheila C. In: CODORDIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais**: Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015

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

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **O que é a CVM?**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 11. Disponível em: www.investidor.gov.br. Acesso em: 05/09/2025.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019

GOV.BR. **O Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/sistema-financeiro-nacional>. Acesso em: 05/09/2025.

POLETTI, Glamir; GONÇALVES, Oksandro. **O Papel do Sistema Nacional de Seguros Privados na Ordem Econômica**. Revista Jurídica da Presidência, v. 21, n. 124, 2019

TRINDADE, Marcelo. **A reforma da regulação dos mercados no Brasil**. Valor Investe, Rio de Janeiro, 13 out. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/columnas/marcelo-trindade/noticia/2021/10/13/a-reforma-da-regulacao-dos-mercados-no-brasil.ghtml>.

TRINDADE, Marcelo. **O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil**. In: SADDI, Jairo (org.). **Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos**. São Paulo: IOB, 2002

VIDOR, George. **A História da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes**. Rio de Janeiro: ANBIMA; BM&FBOVESPA, 2016

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais**: Fundamentos e Desafios. São Paulo: Quartier Latin, 2018

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 2. ed. amp. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009

CHINA

CHINA, Interim Regulations on Supervision and Management of State-owned Assets of Enterprises, Pequim, CN: State Council, 13 mai. 2003

_____. Securities Investment Fund Law of the People's Republic of China. Revisada e adotada na 30ª Sessão do Comitê Permanente do Décimo Primeiro Congresso Nacional do Povo, 28 dez. 2012

_____. Securities Law of the People's Republic of China (2019 Revision). Revisada na 15ª Sessão do Comitê Permanente do Décimo Terceiro Congresso Nacional do Povo, 28 dez. 2019

CHEN, Zhiwu. **Capital markets and legal development**: The China case. *China Economic Review*, v. 14, n. 4, p. 451-472, 2003

HU, Grace Xing; PAN, Jun; WANG, Jiang. **Chinese Capital Market**: An Empirical Overview. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2018

MA, Jingyun; SONG, Fengming; YANG, Zhishu. **The dual role of the government**: securities market regulation in China 1980-2007. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, v. 18, n. 2, p. 158-177, 2010

MCKENZIE, Baker. **Who regulates banking and financial services in your jurisdiction?: China**. Global Financial Services Regulatory Guide, Baker McKenzie Resource Hub. [S.I.]: Baker McKenzie, [s.d.]. Disponível em: <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-financial-services-regulatory-guide/asia-pacific/china/topics/who-regulates-banking-and-financial-services-in-your-jurisdiction>.



WANG, Jiangyu. **Dancing with Wolves**: Regulation and Deregulation of Foreign Investment in China's Stock Market. Asian-Pacific Law & Policy Journal, v. 5, p. 1-61, 2004

WEI, Yuwa. **The Development of the Securities Market and Regulation in China**. Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Review, v. 27, n. 3, 2005

COREIA DO SUL

COREIA DO SUL, Presidential Decree No. 20.653, de 29 de fevereiro de 2008. Enforcement Decree of the Korea Securities and Futures Exchange Act

_____. Presidential Decree No. 20.947, de 29 de julho de 2008. Enforcement Decree of the Securities and Exchange Act.

_____. Prime Minister Ordinance No. 875, de 3 de março de 2008. Enforcement Rule of the Securities and Exchange Act

_____. Act No. 8.635, de 3 de agosto de 2007. Financial Investment Services and Capital Markets Act. (Alterado pela Act No. 16958, de 4 de fevereiro de 2020)

_____. Act No. 8.863, de 29 de fevereiro de 2008. Korea Securities and Futures Exchange Act.

CROTTY, James; LEE, Kang-Kook. **Is financial liberalization good for developing nations?** The case of South Korea in the 1990s. Review of Radical Political Economics, v. 34, n. 3, 2002

DEMETRIADES, Panicos O.; FATTOUH, Bassam A. **The South Korean financial crisis**: competing explanations and policy lessons for financial liberalization. International Affairs, v. 75, n. 4, out. 1999

GALLAGHER, Kevin P. **Countervailing monetary power**: Re-regulating capital flows in Brazil and South Korea. Review of International Political Economy, v. 22, n. 1, 2015

GOYAL, Prateeti. **Stock Market Regulation in South Korea**, 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2223328.

KWON, Eundak. **Financial liberalization in South Korea**. Journal of Contemporary Asia, v. 34, n. 1, 2004

SEO, Tae-Yong; CHOI, Kevin (Woo Hyuk); PARK, Yong Jin. **South Korea: Capital Markets**. Legal 500 Country Comparative Guides 2025. Shin & Kim, 2024

CANADÁ

CANADÁ. **Trust and Loan Companies Act**, S.C. 1991, c. 45.

_____. **Office of the Superintendent of Financial Institutions Act**. R.S.C. 1985, c. 18 (3rd Supp.), Part I.

_____. **Insurance Companies Act**. S.C. 1991, c. 47.

_____. **Cooperative Credit Associations Act**. S.C. 1991, c. 48.

_____. **Bank of Canada Act**, R.S.C., 1985, c. B-2.

_____. **Retail Payment Activities**, S.C. 2021, c. 23, s. 177S.C. 2021, c. 23, s. 177. Disponível em: <https://laws-lois.justice.gc.ca/eng/acts/R-7.36/page-1.html>.

CANADÁ DEPOSIT INSURANCE. **Oversight of Canada's Financial System**. Disponível em: https://www.cdic.ca/wp-content/uploads/FinSystem-Infographic_eng.pdf



CSA. **Regulatory Cooperation.** Disponível em: <https://www.securities-administrators.ca/about/regulatory-cooperation/#:~:text=Passport%20is%20a%20regulatory%20system,the%20OSC's%20decisions%20under%20passport>.

ENGERT, Walter [et al]. **Restructuring the Canadian financial system: explanations and implications.** Bank for International Settlements. 2017. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/confp07g.pdf>

FAY, Christine; PARENT, Nicolas. **The Organizational Structure of Financial Market Regulation: Highlights from the Literature**, in Bank of Canada: Financial System Review. Canadá, 2004.

LUI, Alison. **Financial Stability and Prudential Regulation: A comparative approach to the UK, US, Canada, Australia and Germany**, New York: Routledge, 2017, p. 179).

MCKENZIE, Baker. **Global Financial Services Regulatory Guide: Canadá**. Disponível em: <http://resourcehub.bakermckenzie.com/bg-bg/resources/global-financial-services-regulatory-guide>.

PAN, Eric J. **Structural Reform of Financial Regulation: The Case of Canada**. Nova York: Benjamin N. Cardozo School of Law, 2009.

SCHARTZ, Robert A.; BYRNE, John [ed.]. **Rethinking Regulatory Structure**. New York: Zicklin School of Business, 2013).

ESTADOS UNIDOS

ESTADOS UNIDOS. Trust Indure Act of 1939.

_____ . Securities Exchange Act of 1934.

_____ . Securities Act of 1933.

_____ . Sarbanes Oxley Act of 2002.

_____ . Investment Advisors of 1940.

_____ . Federal Reserve Act. 1913.

_____ . Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

_____ . Commodity Exchange Act. 2022.

_____ . Bank Holding Company Act.

ANAND, Nupur; NGUYEN, Lananh. **Exclusive: US regulators cancel bank exams as Trump rollback gathers pace**. Reuters. 2025. Disponível em: <https://www.reuters.com/sustainability/boards-policy-regulation/us-regulators-cancel-bank-exams-trump-rollback-gathers-pace-2025-09-02/>.

FEDERAL RESERVE, **The Fed Explained: What the Central Bank Does**. Washington: Federal Reserve System Publication. 2011.

FDIC. **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**. Annual Report. 2010. Disponível em: <https://www.fdic.gov/about/financial-reports/report/2010annualreport/ar10doddfrank.pdf>.

GARCIA, Gilian. **Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982**. 2013. Disponível em: <https://www.federalreservehistory.org/essays/garn-st-germain-act>.

MAUES, Julia. **Banking Act of 1933 (Glass-Steagall)**, 2013. Disponível em: <https://www.federalreservehistory.org/essays/glass-steagall-act>



OCC. **History of the OCC**. Disponível em: <https://www.occ.treas.gov/about/who-we-are/history/history-of-the-occ/index-history-of-the-occ.html>

SCHOONER, Heidi Mandanis. “US Financial Regulatory Structure Beneath the Surface of Twin Peaks”, in GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (editors). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**, Cambridge: Cambridge University Press, 2021, p. 271.

FRANÇA

FRANÇA, *Livre VI, Titre Ier, Chapitre II: L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (Articles L612-1 à L612-50)*. In: FRANÇA, **Code monétaire et financier**. 1999. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006072026/2025-09-06.

. *Livre VI, Titre II: L'Autorité des marchés financiers (Articles L621-1 à L621-35)*. In: FRANÇA, **Code monétaire et financier**. 1999. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006072026/2025-09-06.

. *Livre Ler, Titre IV: La Banque de France (Articles L141-1 à L144-5)*. In: FRANÇA, **Code monétaire et financier**. 1999. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006072026/2025-09-06.

. *Livre III, Titre Ier, Chapitre II, Section 3: Fonds de garantie des dépôts et de résolution (Articles L312-4 à L312-18)*. In: FRANÇA, **Code monétaire et financier**. 1999. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006072026/2025-09-06.

ACPR. **Regulation at a glance**. Disponível em: <https://acpr.banque-france.fr/en/reglementation/focus-sur-la-reglementation/regulation#:~:text=In%20France%20the%20ACPR%20is,the%20ECB%20jointly%20supervise%20institutions>

ACPR. **About Us**. Disponível em: <https://acpr.banque-france.fr/en/lacpr/about-us>

AMF. **Our Missions**. Disponível em: <https://www.amf-france.org/fr/lamf/nos-missions>

AMF. **Impose Sanctions**. Disponível em: <https://www.amf-france.org/en/amf/amf-regulation/impose-sanctions>

AMF. **Markets in crypto-assets: publication of the MiCA regulation**, 2023. Disponível em: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news/markets-crypto-assets-publication-mica-regulation>

BANQUE DE FRANCE. **3-minute guide to financial stability**. Disponível em: <https://www.banque-france.fr/en/financial-stability/guide-financial-stability>.

BANQUE DE FRANCE. **A public service role and missions**. Disponível em: <https://www.banque-france.fr/en/banque-de-france/public-service-role-missions-public-interest#:~:text=A%20very%20special%20role%20as,manages%20the%20country's%20currency%20reserves>

FOURCANS, Andre. **The Impact of Monetary and Fiscal Policies on the French Financial System**, in Journal of Monetary Economics, 4. 1978. pp. 519-541.

GLOBAL LEGAL GROUP. **Banking Laws and Regulations**, 2025 | France. Editora GL1. 2025.

INSTITUT DE LA CONSOMMATION. **Autorité des marchés financiers – AMF**. 2022. Disponível em: <https://www.inc-conso.fr/content/autorite-des-marches-financiers-amf>.

KALOKYRIS, Nicolas [et al]. **Application of the Digital Operational Resilience Act (DORA): Key considerations**. DLA Piper. 2025. Disponível em: <https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2025/02/application-of-the-digital-operational-resilience-act---dora>.





LE LORIER, Anne. **Macroprudential policy in France: requirements and implementation**, in Macroprudential policies implementation and interactions. Financial Stability Review, Banque de France, issue 18. 2014. pp. 85-96

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE DES FINANCES ET DE LA SOUVERAINETÉ INDUSTRIELLE ET NUMÉRIQUE. **The High Council for Financial Stability: Missions**. Disponível em: <https://www.economie.gouv.fr/hcsf-en/understanding-hcsf/missions>.

MELITZ, Jacques. **The French Financial System: Mechanisms and Questions of Reform**, in Aspects internationaux de la Macroeconomie de la France /International Aspects of Macroeconomics in France. Annales de l'insé. No. 47/48. 1982. pp. 361-387

MOUAKIL, Tarik [et al]. **An overview of the French financial system: changes over time, mapping, and interconnections with the rest of the world**. Publicações Banque de France, 2024.

MEFISTO TEAM. **A model of the French financial system at the Bank of France**. MEFISTO Version 1 (Modelling the Evolution of Financial STOcks). Economic Modelling, 1982.

SÉNAT. **La loi de sécurité financière: un an après**. Rapport d'information n° 431. Disponível em: <https://www.senat.fr/rap/r03-431/r03-431.html>

ÍNDIA

ÍNDIA, **The Insurance Regulatory and Development Authority Act**. 1999.

_____. The Reserve Bank of India Act. 1934.

_____. The Insolvency And Bankruptcy Code, 2016 No. 31 Of 2016.

_____. Capital Issues Control Act, 1947

AJIT, Disha Aadiya. **India@75 (1955: Nationalisation of the State Bank of India)**. The History Haven. 2022. Disponível em: <https://thehistoryhaven.com/2022/09/17/india75-1955-nationalisation-of-the-state-bank-of-india/>

AHLUWALIA, Montek S. **Economic Reforms in India since 1991: Has Gradualism Worked?**. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2004. (IMF Working Paper, WP/04/43). Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0443.pdf>.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **The design of India's Unified Payments Interface (UPI)**. Basel: BIS, 2020. (BIS Papers, n° 152). Disponível em: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap152_e_rh.pdf

CHIKERMANE, Gautam. **70 Policies — Controller of Capital Issues, 1947**. 2018. Disponível em: <https://www.orfonline.org/expert-speak/42915-controller-capital-issues-1947>

IBBI, **About Us**. Disponível em: <http://ibbi.gov.in//en/about>.

ICLG'S INTERNATIONAL PANEL OF EXPERTS. **Derivatives Laws and Regulations Report**, 2025. Editora ICLG. 2025.

INDIAN INSTITUTE OF BANKING AND FINANCE. **Indian Economy & Indian Financial System**. Noida: Macmillan Education. 2023.

INVEST ÍNDIA. **The Role of Regulatory Bodies in Indias Financial System: What investor should know**, 2025. Disponível em: <https://www.investindia.gov.in/team-india-blogs/role-regulatory-bodies-indias-financial-sector-what-investors-should-know#:~:text=RBI%3A>.

IRDAL, **About Us**. Disponível em: <https://irdai.gov.in/mission-statement>



IRDAI. **History of Insurance in India**, Disponível em:
https://old.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/NormalData_Layout.aspx?mid=2&page=PageNo4&utm.

IBBI, **About Us**. Disponível em: <http://ibbi.gov.in//en/about>.

PATHAK, Bharati V. **Indian Financial System**. Uttar Pradesh: Pearson India Education Services Pvt. Ltd. 5.ed. 2018.

PFRDA. **About Us**. Disponível em: <https://www.pfrda.org.in/web/pfrda/about-us/history>.

RBI. **About Us**, Disponível em: <https://www.rbi.org.in/Scripts/AboutusDisplay.aspx>

RBI. **Brief History**. Disponível em: https://rbi.org.in/history/Brief_History.html.

SARKHEL, Jaydeb; SALIM, Seikh. **Indian Financial System and Financial Market Operations**. Chennai: McGraw Hill Education (India) Private Limited. 2017.

SHANKAR IAS PARLIEMENT, **50 years of Bank Nationalisation**. Disponível em:
<https://www.shankariasparliament.com/current-affairs/50-years-of-banks-nationalisation>.

SHARMA, Anjali. **Financial Regulatory Bodies in India - RBI, SEBI, MCA, IRDAI**. 2024. Disponível em:
https://www.google.com/url?sa=D&q=https://rupeezy.in/blog/financial-regulatory-bodies-in-india&ust=1757127480000000&usg=AOvVaw0Mh7R0y_zeAIKclEI95_aM&hl=pt-BR

VERMA, Naval B. **A State Space Approach to Estimate Systemic Risk**. New Dehli: International Management Institute. 2014.

VIGHNESWARA, Swamy Dr. **Banking System Resilience and Financial Stability**. SSRN Electronic Journal. Social Science Electronic. 2011.

INDONÉSIA

INDONÉSIA. Lei nº 8, de 1995. Sobre o Mercado de Capitais.

_____. **Lei nº 21, de 2011**. Sobre a Autoridade de Serviços Financeiros (OJK).

_____. **Lei nº 4, de 2023**. Sobre o Desenvolvimento e o Fortalecimento do Setor Financeiro.

HAMZAH, Aripin; AHMAD, Aripin. **Capital Market Products and Investor Protection**, in European Research Studies Journal, v. 21, n. 2, p. 714-727, 2018. Disponível em: <https://www.ersj.eu/journal/1081>.

HIDAYAT, Defril; AJI, Ari Bakti Windi; AZIZ, Muhammad Ibrahim. **The Role of the Financial Services Authority in Supervising Capital Market Flows in Indonesia**, in Al-Ishlah: Jurnal Ilmiah Hukum, v. 26, n. 1, p. 26-38, 2023. DOI: 10.56087/aijih.v26i1.368. Disponível em:
<https://jurnal.fh.umi.ac.id/index.php/ishlah/article/view/v26n1-3>.

NUNNENKAMP, Peter. **Liberalization of capital markets and savings mobilization in Indonesia**. Kiel: Kiel Institute of World Economics, 1985. (Kiel Working Paper, n. 246). Disponível em:
<https://hdl.handle.net/10419/814>.

PUTRI, Febbyanti Agustina Eka; AKBAR, Wahyu; WIDAGDO, Hadi Hajar. **A Comparison of Islamic Capital Market Supervision in Indonesia and Malaysia**. Indonesian Interdisciplinary in Journal of Sharia Economics (IIJSE), v. 8, n. 2, p. 3664-3680, 2025.

ITÁLIA

ITÁLIA. **Decreto Legislativo 1 settembre 1993, n. 385** (TUB - Testo Unico Bancario).

_____. **Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58** (TUF - Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria).





. **Decreto Legislativo 7 settembre 2005, n. 209** (Codice delle Assicurazioni Private).

. **Decreto-Legge 6 luglio 2012, n. 95** (Disposizioni urgenti per la revisione della spesa pubblica con invarianza dei servizi ai cittadini).

BEVILACQUA, Dario. **L'organizzazione ibrida dell'IVASS: flessibilità organizzativa, autorevolezza ed efficacia.** Amministrazione in Cammino, 22 dez. 2023. Disponível em: <https://www.amministrazioneincammino.luiss.it/2023/12/22/lorganizzazione-ibrida-dellivass-flessibilita-organizzativa-autorevolezza-ed-efficacia/>.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Italy: Financial Sector Assessment Program - Technical Note – Systemic Risk Oversight Framework and Macroprudential Policy.** IMF Staff Country Report No. 20/237, p. 39, agosto 4, 2020. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/08/03/Italy-Financial-Sector-Assessment-Program-Technical-Note-Systemic-Risk-Oversight-Framework-49634>.

ISTITUTO PER LA VIGILANZA SULLE ASSICURAZIONI (IVASS). Statute (arts. 2 a 9), 6 jul. 2012. Disponível em: https://www.ivass.it/normativa/nazionale/primaria/IVASS_Statute.pdf?language_id=3.

KYRIAKOU, Thomais Kotta. **Report from Italy: Recent Developments on the Fining Policy of the Italian Financial Market Authority (CONSOB).** European Company Law, v. 14, n. 3, p. 127–137, fev. 2017. Disponível em: <https://kluwerlawonline.com/journalarticle/European+Company+Law/14.3/EUCL2017019>.

PELLEGRINI, Mirella. **La Banca d'Italia e il problema della sua autonomia (dalla traslazione della sovranità monetaria alla perdita della supervisione bancaria?),** in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, v. 4, 2018.

JAPÃO

JAPÃO. Act for Establishment of the Financial Services Agency (Act No. 130 of 1998).

FINANCIAL SERVICES AGENCY. On the Establishment of the Financial Services Agency. Disponível em: <https://www.fsa.go.jp/en/announce/state/p20000913.html>.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **Peer Review of Japan: Review Report.** Basel, 21 dez. 2016. Disponível em: <https://www.fsb.org/uploads/Japan-peer-review-report.pdf>.

HOSHI, Takeo; ITO, Takatoshi. Financial regulation in Japan: a sixth year review of the Financial Services Agency. Journal of Financial Stability, [S. l.], 2004. Disponível em: <https://elischolar.library.yale.edu/ypfs-documents/9453/>.

NAKASO, Hiroshi. The financial crisis in Japan during the 1990s: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt. BIS Papers, nº 6, p. 1–82, out. 2001. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap06.htm>.

ODA, Hiroshi. The Reform of the Financial System in Japan. Zeitschrift für Japanisches Recht, v. 6, n. 6, p. 1–19, 1998. Disponível em: <https://www.zjapanr.de/index.php/zjapanr/article/view/838/863>.

MÉXICO

MÉXICO. **Ley de La Comisión Nacional Bancaria Y de Valores,** 1995.

. **Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros,** 1999.

. **Ley de Protección al Ahorro Bancario,** 1999.

. **Ley de Instituciones de Seguros y de Fianzas,** 2013.



CONTRERAS BUSTAMANTE, Raúl. **Órganos Constitucionales Autónomos: desde la perspectiva académica.** Revista de Administración Pública, núm. 158, vol. LVII, p. 74, mayo-agosto 2022. Instituto Nacional de Administración Pública, A.C. Disponible em: <https://inap.mx/wp-content/uploads/2023/01/RAP-158.pdf#page=64>.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Mexico: Financial Sector Assessment Program – Detailed Assessment of Observance of Basel Core Principles for Effective Banking Supervision. Country Report No. 2023/104, mar. 2023. Disponible em: <https://doi.org/10.5089/9798400236693.002>.

_____. Mexico: Financial Sector Assessment Program Update — Technical Note: Organizational Arrangements for Effective Financial System Regulation, Supervision and Policymaking. IMF Staff Country Report No. 07/167, maio de 2007. ISBN 978-1451825756. Disponible em: <https://doi.org/10.5089/9781451825756.002>.

SCHMULOW, Andrew. The Four Methods of Financial System Regulation: An International Comparative Survey. Journal of Business Law and Finance Policy, v. 26, p. 151, 2015. UWA School of Law Research Paper, 23 dez. 2017. Disponible em: <https://ssrn.com/abstract=3082092>.

SOULÉ, Alejandra Salas-Porras. Organizaciones nacionales e internacionales que rigen el mercado financiero mexicano (1990-2005). Revista Mexicana de Ciencias Políticas y Sociales, [s.l.], n. 3, 2010. Disponible em: http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0185-19182010000300005.

PINZÓN MENDOZA, María de Lourdes. Evaluación del Bando 2 en el Distrito Federal: financiamiento de organismos públicos de vivienda y banca comercial en el Bando 2, período comprendido entre 1990 y 2005. Tese (Mestrado em Urbanismo) – Facultad de Arquitectura, Universidad Nacional Autónoma de México, Ciudad de México, p. 28 – 31, 2010. Disponible em: <https://ru.dgb.unam.mx/items/a2d0232a-772e-4169-9fdb-1d64a7cf533d>.

TURQUIA

TURQUIA. Capital Market Law (Law No. 6.362 of 1981).

_____. Banking Law (Law No. 4.389 of 1999).

_____. Insurance Law (Law No. 5.684 of 2007).

_____. Law on the Central Bank of the Republic of Turkey (No. 4651 of 2001).

BANKING REGULATION AND SUPERVISION AGENCY. About Agency. Disponible em: <https://www.bddk.org.tr/KurumHakkında/Detay/27>.

CAPITAL MARKETS BOARD OF TURKIYE. Our Mission. Disponible em: <https://cmb.gov.tr/about-us/our-mission>.

ÇALIYURT, Kiymet Tunca (Ed.). History of Accounting, Management, Business and Economics, Volume I. 1. ed. Accounting, Finance, Sustainability, Governance & Fraud: Theory and Application, v. 1. Singapura: Springer, 2023. ISBN 978-981-99-3345-7. Disponible em: <https://link.springer.com/book/10.1007/978-981-99-3346-4>.

GÖRMEZ, Yuksel. Banking in Turkey: History and Evolution. Bank of Greece Working Paper, n. 83, 1 jul. 2008. Disponible em: <https://ssrn.com/abstract=4165562> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4165562>.

INSURANCE AND PRIVATE PENSION REGULATION AND SUPERVISION AGENCY. Görevimiz - Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK). Disponible em: <https://www.seddk.gov.tr/tr/gorevimiz>.



KARA, A. Hakan. **A brief assessment of Turkey's macroprudential policy approach (2011–2015)**. Central Bank Review, v. 16, n. 1, p. 1–10, 2016. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1303070116300294>.

STOICA, Ovidiu; DIACONAŞU, Delia-Elena; ENESCU, Roxana-Scântea. **Financial Supervision in Central and Eastern Europe**. In: Lessons Learned from the Financial Crisis, Proceedings of the 13th International Conference on Finance and Banking, Ostrava, República Tcheca, 12–13 out. 2011. Karviná: Silesian University, School of Business Administration, 2011. p. 628-635. Disponível em: http://www.opf.slu.cz/kfi/icfb/proc2011/pdf/55_Stoica2.pdf.

REINO UNIDO

REINO UNIDO. European Union (Withdrawal) Act 2018. Lei nº 16, 2018.

_____ . Financial Services Act 1986.

_____ . Financial Services Act 2010.

_____ . Financial Services Act 2012.

_____ . Financial Services and Markets Act 2023. Lei nº 29, 2023.

_____ . The Financial Services and Markets Act 2000 (Consequential Amendments and Repeals) Order 2001. Instrumento Estatutário nº 3649, 2001.

HABLUTZEL, Philip N. **British banks' role in U.K. capital markets since the Big Bang**. Chicago-Kent Law Review, Chicago, v. 68, n. 1, p. 365-376, Dec. 1992. Disponível em: <https://scholarship.kentlaw.iit.edu/cklawreview/vol68/iss1/27>.

TAYLOR, Michael W. “The Three Episodes of Twin Peaks”, in GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (editors). **The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation**, Cambridge: Cambridge University Press, 2021, p. 18.

PETIT, Christy Ann; BECK, Thorsten. **Recent trends in UK financial sector regulation and possible implications for the EU, including its approach to equivalence**. Luxembourg: European Parliament, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, 2023. (Study requested by the ECON Committee, PE 740.067). Disponível em: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2023/740067/IPOL_STU\(2023\)740067_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2023/740067/IPOL_STU(2023)740067_EN.pdf).

RÚSSIA

RÚSSIA. **Federal Law No. 173-FZ of December 10, 2003**. Sobre a regulação e o controle cambial.

_____ . **Federal Law No. 251-FZ of July 23**, 2013. Sobre alterações a certos atos legislativos da Federação Russa em conexão com a atribuição ao Banco da Rússia de poderes de regular, controlar e supervisionar os mercados financeiros.

_____ . **Federal Law No. 39-FZ of April 22**, 1996. Sobre o mercado de valores mobiliários.

_____ . **Federal Law No. 39-FZ of February 25**, 1999. Sobre a atividade de investimento na Federação Russa realizada sob a forma de investimentos de capital

_____ . **Federal Law No. 414-FZ of December 7**, 2011. Sobre o depositário central de valores mobiliários.

_____ . **Federal Law No. 46-FZ of March 5**, 1999. Sobre a proteção dos direitos e interesses legítimos dos investidores no mercado de valores mobiliários.





_____ . **Federal Law No. 86-FZ of July 10, 2002.** Sobre o Banco Central da Federação Russa (Banco da Rússia).

_____. **The Constitution of the Russian Federation.** Capítulo 3: A Estrutura Federal. Aprovada em 12 de dezembro de 1993.

NOEL, Michel; KANTUR, Zeynep; KRASNOV, Evgeny; RUTLEDGE, Sue. **Development of capital markets and institutional investors in Russia: recent achievements and policy challenges ahead.** Washington, D.C.: The World Bank, 2006. (World Bank Working Paper, n. 87).

SMOLE, Nejc. **Liberalization of the Capital Market in Russia**, 2008. University of Denver, Denver, 2008. Disponível em: <https://digitalcommons.du.edu/etd/613>.

SRINIVAS, Gynedi. **Financial Sector Assessment Program: Russian Federation – Financial Infrastructure Technical Note.** Washington, D.C.: World Bank; International Monetary Fund, jul. 2016. Disponível em: <https://www.worldbank.org/fsap>.

TYKVOVÁ, Tereza. “Effects of the Integration Process on the Capital Markets in Russia”, in SCHRÖDER, Michael (ed.). **The New Capital Markets in Central and Eastern Europe.** Berlin; Heidelberg: Springer, 2001. p. 376-396.

