

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE DIREITO DO RIO DE JANEIRO  
FGV DIREITO RIO**

**AUGUSTO RODRIGUES COUTINHO DE MELO FILHO**

**REGULAÇÃO FINANCEIRA POR OBJETIVOS: UM MODELO  
REGULATÓRIO PARA O FUTURO?**

Rio de Janeiro  
2018

**AUGUSTO RODRIGUES COUTINHO DE MELO FILHO**

**REGULAÇÃO FINANCEIRA POR OBJETIVOS: UM MODELO  
REGULATÓRIO PARA O FUTURO?**

Dissertação para obtenção de grau de mestre  
apresentada à Escola de Direito do Rio de Janeiro  
da Fundação Getúlio Vargas.

Área de concentração: Direito da Regulação.

Orientador: Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo.

Rio de Janeiro  
2018

Melo Filho, Augusto Rodrigues Coutinho de

Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro? / Augusto Rodrigues Coutinho de Melo Filho. – 2018.

106 f.

Dissertação (mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas.

Orientador: Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo.

Inclui bibliografia.

1. Direito regulatório. 2. Mercado financeiro – Inovações tecnológicas. I. Ragazzo, Carlos Emmanuel Joppert. II. Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas. III. Título.

CDD – 341.38




AUGUSTO RODRIGUES COUTINHO DE MELO FILHO

**"REGULAÇÃO FINANCEIRA POR OBJETIVOS: UM MODELO REGULATÓRIO  
PARA O FUTURO?"**

dissertação apresentado(a) ao Curso de Mestrado Acadêmico em Direito da Regulação  
do(a) Escola de Direito do Rio de Janeiro para obtenção do grau de Mestre(a) em  
Direito da Regulação.

Data da defesa: 05/02/2018

**ASSINATURA DOS MEMBROS DA BANCA EXAMINADORA**

  
Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo  
Orientador(a)

  
Patrícia Regina Pinheiro Sampaio  
Membro

  
Luciana Pires Dias  
Membro

  
Cássio Machado Cavalli  
Membro

A meus pais, Isabela e Augusto, pelo apoio sempre necessário em meus projetos pessoais.

## RESUMO

O presente trabalho pretende investigar os diferentes modelos de regulação financeira, com foco no modelo de regulação por objetivos ou “*twin peaks*”, no contexto das recentes transformações na estrutura do mercado financeiro global, notadamente no que tange (i) ao surgimento de novos produtos e serviços que não são facilmente enquadrados em um segmento específico do mercado financeiro, podendo envolver concomitantemente funções típicas dos mercados bancário, de capitais e de seguros; e (ii) às mudanças nas características dos principais participantes que atuam nesse mercado, dentre as quais pode se destacar (ii.1) a unificação de organizações financeiras que atuavam em diferentes setores do mercado financeiro – bancos de investimento, bancos comerciais, corretoras, seguradoras etc. – resultando na formação de conglomerados financeiros; (ii.2) o ingresso de empresas de tecnologia que competem e fornecem serviços financeiros de modo inovador, desafiando os participantes clássicos deste mercado. As mudanças supracitadas são significativas do ponto de vista da estrutura de mercado, e devem ser observadas pelos reguladores a fim de avaliar a compatibilidade de suas respectivas estruturas regulatórias com os novos riscos advindos desse “novo mercado financeiro” em formação. Parte-se da premissa de que uma estrutura regulatória efetiva precisa se adequar à respectiva estrutura de mercado a qual se pretende regular, sob o risco de tal desalinhamento resultar em uma regulação excessivamente custosa e que não promove os objetivos para os quais foi criada. A hipótese deste trabalho é que o modelo de regulação por objetivos é o mais apto a propiciar uma regulação financeira efetiva, em contraposição aos modelos de regulação por setores e unificada, tendo em vista que sua estrutura regulatória: (i) permite a consecução dos múltiplos objetivos da regulação financeira de forma harmonizada, em um cenário de crescente complexificação dos riscos emanados do sistema financeiro, mitigando a possibilidade de sobreposição de objetivos dentro de uma mesma agência; e (ii) amplia o limite de aplicação da regulação, uma vez que os critérios jurídicos para determinação de competência dos reguladores não são vinculados a conceitos próprios dos setores bancário, securitário e de capitais, cuja divisão é cada vez menos perceptível do ponto de vista da prática financeira, na qual as atividades financeiras vêm sendo desenvolvidas de modo transversal. A fim de desenvolver a hipótese elencada, o trabalho se propõe, num primeiro momento, a fazer uma revisão da literatura teórica sobre modelos de regulação, com o objetivo de identificar as características que tornam um modelo regulatório “ótimo” do ponto de vista da efetividade. Após essa análise, parte-se para um exame das mudanças práticas pelas quais o mercado financeiro vem passando, e como elas

afetam as diferentes estruturas de regulação vigentes – propiciando a emergência do modelo de regulação por objetivos como predominante em algumas jurisdições. Nesse contexto, a regulação por objetivos se coloca como uma opção a ser considerada pelos diferentes reguladores nacionais para enfrentar os novos riscos do mercado financeiro global e auxiliar o pleno desenvolvimento do mercado financeiro nas próximas décadas.

**Palavras-chaves:** estruturas de regulação financeira, regulação por objetivos, *twin peaks*, inovações financeiras, *Fintechs*.

## **ABSTRACT**

The present work intends to investigate the different models of financial regulation, focusing on the model of regulation by objectives or "twin peaks", in the context of the recent transformations in the structure of the global financial market, especially regarding (i) the emergence of new products and services that are not easily framed in a specific segment of the financial market, and can simultaneously develop typical functions of the banking, securities and insurance markets; and (ii) changes in the characteristics of the main participants in this market, among which (ii.1) the unification of financial organizations operating in different sectors of the financial market - investment banks, commercial banks, brokerage firms, insurance companies etc. - resulting in the formation of financial conglomerates; (ii.2) the entry of financial technology companies that compete and provide innovative services in competition with the classic participants of this market. The aforementioned changes should be interpreted as major changes in terms of market structure, and must be observed by regulators in order to assess the compatibility of their respective financial structures with the new risks arising from this "new financial market" in formation. The work is based on the theoretical premise that an efficient and effective regulatory structure needs to reflect the respective market structure that it is intended to regulate, under the risk that such misalignment will result in an empty regulation, without regulatory tools to promote the objectives for which it was created. The hypothesis of this work is that the model of regulation by objectives, as opposed to the unified- and sector-based models, is the most adequate to provide an efficient and effective financial regulation, especially considering that its regulatory structure: (i) enable the fulfillment of multiple objectives of financial regulation in a harmonized manner, in a stage where the complexity of risks emanating from the financial system are increasing, mitigating the possibility of objective overlap within the same agency; and (ii) expand the regulatory perimeters, since the legal criteria for determining the competence of regulators is not linked to concepts of the banking, security and capital sectors, whose distinction increasingly blurred from the point of view that most financial activities have been developed in a cross-sectored way. In order to develop this hypothesis, this dissertation proposes, firstly, to review the theoretical literature on regulation models, with the objective of identifying the characteristics that make a regulatory model "optimal" from the point of view of efficiency and effectiveness. After this analysis, we examine the practical changes happening in the financial market, and how they affect the different regulatory structures in force - propitiating the emergence of the regulation by objectives as the



predominant model in some jurisdictions. In this context, regulation by objectives is an option to be considered by the different national regulators to face the new risks of the global financial market and to help the full development of financial markets in the coming decades.

**Keywords:** financial regulatory structures, regulation by objectives, twin peaks, financial innovations, Fintechs.

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Objetivos e finalidades da regulação financeira e monetária

Tabela 2 – Custos de regulação

Tabela 3 – Modelo de regulação setorial

Tabela 4 – Modelo de regulação unificada

Tabela 5 – Modelo de regulação por objetivos

Tabela 6 – Modelos de regulação no contexto internacional

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

APRA – *Australian Prudential Regulation Authority* (Austrália)

AFM – *Autoriteit Financiële Markten* [Autoridade Financeira do Mercado] (Holanda)

ASIC – *Australian Securities and Investments Commission* (Austrália)

BOE – *Bank of England* (Reino Unido)

BCB – Banco Central do Brasil

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DNB – *De Nederlandsche Bank* [Banco Central Holandês] (Holanda)

FCA – *Financial Conduct Authority* (Reino Unido)

FPC – *Financial Policy Comitee* (Reino Unido)

FSA – *Financial Services Authority* (Reino Unido)

FMI – Fundo Monetário Internacional

IOSCO – *International Organization of Securities Commissions*

MAS – *Monetary Authority of Singapore* (Singapura)

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PRA – *Prudential Regulation Authority* (Reino Unido)

RBA – *Reserve Bank of Australia* (Austrália)

SEC – *U.S. Securities and Exchange Commission* (Estados Unidos)

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

## SUMÁRIO

|   |           |
|---|-----------|
| <b>INTRODUÇÃO .....</b>   | <b>14</b> |
| Metodologia e estrutura .....   | 23        |
| <b>PARTE I – À PROCURA DO MODELO DE REGULAÇÃO FINANCEIRA IDEAL ..</b>   | <b>28</b> |
| <b>1 – DESENHANDO UM MODELO DE REGULAÇÃO FINANCEIRA EFETIVO ..</b>  | <b>28</b> |
| 1.1. Regulação financeira como mecanismo de correção de falhas de mercado .....                                   | 28        |
| 1.2. Instrumentos de regulação financeira .....   | 29        |
| 1.2.1. Regulação de condutas .....  | 31        |
| 1.2.2. Regulação prudencial .....   | 33        |
| 1.2.3. Regulação sistêmica .....  | 35        |
| 1.3. O papel da autoridade monetária na regulação prudencial .....  | 36        |
| 1.4. Determinação da efetividade na estrutura de regulação .....  | 39        |
| 1.4.1. Harmonização dos objetivos de regulação financeira .....   | 40        |
| 1.4.2. Delimitação do limite de aplicação da estrutura regulatória .....  | 41        |
| 1.4.3. Considerações a respeito do critério de eficiência da estrutura regulatória .....                          | 42        |
| <b>2 – MODELOS TEÓRICOS DE REGULAÇÃO FINANCEIRA .....</b>   | <b>46</b> |
| 2.1. Critérios legislativos para determinação de competência dos reguladores .....                                | 47        |
| 2.2. Regulação por setores .....  | 50        |
| 2.3. Regulação unificada .....  | 53        |
| 2.4. Regulação por objetivos .....  | 57        |
| 2.5. Conclusões preliminares da primeira parte e considerações no contexto do mercado financeiro brasileiro ..... | 59        |
| <b>PARTE II – TRANSFORMAÇÕES NO MERCADO FINANCEIRO E IMPACTOS NOS MODELOS DE REGULAÇÃO EXISTENTES .....</b>       | <b>62</b> |
| <b>3 – EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA DE MERCADO NO CONTEXTO DAS INOVAÇÕES FINANCEIRAS .....</b>                           | <b>62</b> |
| 3.1. Evolução da estrutura de mercado .....   | 62        |
| 3.1.1. Formação de conglomerados financeiros .....  | 63        |
| 3.1.2. Inovação financeira e surgimento de produtos e serviços “complexos” .....                                  | 66        |
| 3.1.3. Desintermediação financeira .....  | 68        |
| 3.1.4. Internacionalização dos mercados financeiros domésticos .....  | 69        |

|  |           |
|--|-----------|
| 3.2. Inovações financeiras e impactos nos instrumentos regulatórios clássicos.....                                   | 71        |
| 3.3. Como a evolução da estrutura de mercado impacta os diferentes modelos de<br>regulação financeira? .....         | 73        |
| <b>4 – A EMERGÊNCIA DO MODELO DE REGULAÇÃO POR OBJETIVOS COMO<br/>POSSÍVEL MODELO REGULATÓRIO PREDOMINANTE .....</b> | <b>76</b> |
| 4.1. Breve histórico dos modelos de regulação nas diferentes jurisdições.....  | 76        |
| 4.2. Limites de aplicação do modelo de regulação tripartite .....  | 78        |
| 4.3. Vantagens e desvantagens do modelo de regulador único no contexto da crise<br>financeira global .....           | 84        |
| 4.4. Riscos e desvantagens relacionados ao modelo de regulação por objetivos na prática<br>.....                     | 89        |
| <b>CONCLUSÃO.....</b>  | <b>94</b> |
| <b>BIBLIOGRAFIA .....</b>  | <b>96</b> |

## INTRODUÇÃO

A construção de uma estrutura regulatória ótima, que consiga corrigir as falhas do mercado financeiro de forma efetiva, tem sido perseguida por acadêmicos e formuladores de políticas públicas ao redor do mundo, ainda que não haja consenso a respeito de uma estrutura universal que seja aplicável a todas as jurisdições.<sup>1</sup>

Historicamente, as discussões sobre estruturas regulatórias (i.e. o arranjo institucional por meio do qual os reguladores financeiros se organizam) foram relegadas a um segundo plano pelos formuladores de políticas públicas, que priorizavam discussões a respeito da forma como as diferentes funções da regulação – regulamentação, supervisão e sanção – eram desenvolvidas, de modo que os modelos de regulação financeira seriam um mero detalhe, ou “um nome na placa do prédio no qual os reguladores estavam localizados”.<sup>2</sup>

Nas últimas duas décadas, porém, os modelos de regulação financeira têm sido interpretados como um fator importante na construção de uma regulação financeira capaz de promover o pleno desenvolvimento do mercado financeiro.<sup>3</sup> Nesse contexto, a determinação de uma estrutura regulatória apropriada mostra-se como um *ponto de partida* para que os reguladores desenvolvam suas funções de regulamentação, supervisão e sanção de maneira adequada, ainda que não garanta uma regulação efetiva em sua plenitude – a qual dependerá, também, do conteúdo da regulação e da forma como os reguladores se utilizam de suas prerrogativas legais.

---

<sup>1</sup> As expressões “estrutura de regulação financeira” e “estrutura de mercado financeiro” são recorrentes neste trabalho e se referem a faces opostas de uma mesma moeda, sendo uma delas a regulação e a outra o mercado regulado. A primeira é sinônima à expressão “modelo de regulação”, denotando o arranjo institucional por meio do qual a regulação financeira é exercida – e.g., número de agências estatais responsáveis pela regulação, competências e objetivos atribuídos às agências, funcionários que compõe tais agências etc. Não se trata aqui da qualidade da regulação, mas sim da forma como as estruturas estatais são desenhadas para lidar com os fenômenos econômicos que ocorrem neste mercado. Já a expressão “estrutura de mercado” engloba os participantes que atuam no referido mercado e os produtos e serviços financeiros por eles ofertados.

<sup>2</sup> TAYLOR, Michael W. Regulatory reform after the financial crisis: Twin Peaks revisited. In: HUANG; Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (org.). **Institutional Structure of Financial Regulation: theories and international experiences**. New York: Routledge, 2015, p. 33.

<sup>3</sup> O termo “regulação financeira” é utilizado neste trabalho para especificar tanto as atividades de criação de normas, quanto aquelas atinentes a fiscalização, monitoramento e sanção dos agentes regulados. Quando se desejar fazer referência a essas atividades específicas, utilizaremos os termos regulamentação e supervisão, respectivamente. Em relação à utilização desses termos na língua inglesa, o termo *regulation* é utilizado tanto para descrever a atividade de regulação em sentido amplo, quanto a atividade de regulamentação em sentido estrito. Já o termo inglês *supervision* remete às funções de fiscalização, monitoramento e sanção. Os autores estrangeiros referem-se aos modelos de regulação financeira de forma variada, como “*models of financial regulation*” ou “*models of financial supervision*”, neste último caso quando pretendem enfatizar suas análises nos instrumentos de supervisão, e não propriamente na competência para criação de normas pela via regulamentar. Tendo em vista as diferentes acepções atribuídas a esses termos no inglês e no português, utilizaremos neste trabalho a expressão “modelos de regulação financeira” em seu sentido amplo.

Na medida em que acompanha – ou se pretende acompanhar – um mercado dinâmico e em constante mudança, a regulação financeira torna-se, ela própria, um conceito mutável que precisa acompanhar a evolução do mercado regulado, sob o risco de se tornar inapta a promover os objetivos que justificam sua existência.

A utilização de um modelo regulatório inadequado pode impactar negativamente a atuação dos reguladores financeiros, prejudicando o bom funcionamento do mercado regulado. Essa constatação, levantada por acadêmicos desde a década de 90,<sup>4</sup> ganhou respaldo de formuladores de políticas públicas nos últimos anos – principalmente a partir da crise financeira global de 2008, por meio da qual se revelaram falhas não somente nas práticas dos agentes privados, mas também na própria regulação.<sup>5</sup>

Com o advento da referida crise, o distanciamento existente entre a estrutura do mercado financeiro e determinados modelos de regulação vigentes tornou-se ainda mais evidente, demandando uma resposta dos formuladores de políticas públicas. Grande parte das instituições que compõe o modelo regulatório atual foi criada há décadas atrás, quando o mercado financeiro era extremamente diferente daquele que se vê atualmente, sendo que algumas dessas estruturas não evoluíram a ponto de acompanhar essa nova realidade do mercado financeiro.

A partir dessa constatação, formuladores de políticas públicas de diferentes países passaram a analisar a possibilidade de aprimorar suas estruturas regulatórias, utilizando como principal argumento *a necessidade de adaptação às mudanças ocorridas nas estruturas dos mercados financeiros globais e regionais*. Algumas dessas mudanças têm, inclusive, extrapolado o contexto nacional e alterado de modo significativo a estrutura do mercado financeiro global, desafiando legisladores e reguladores que, tradicionalmente, interpretavam as estruturas de regulação de maneira estática.

---

<sup>4</sup> A noção de que a determinação da estrutura regulatória apropriada contribui para o desenvolvimento da regulação financeira – e o consequente desenvolvimento do mercado financeiro regulado em bases sólidas – é defendida por autores clássicos como Charles Goodhart (1998), Jeffrey Carmichael (2002; 2015), Michael Pomerleano (2002), Michael Taylor (1995; 1996; 2009; 2015), David Llewellyn (1996; 2006), Rosa M. Lastra (2003; 2010) e, mais recentemente, por autores como Eddy Wymeersch (2006), Donato Masciandaro e Marc Quintyn (2011; 2015), Robin Huang (2015), Bryane Michael (2014) e Dirk Schoenmaker (2010; 2015).

<sup>5</sup> As falhas nos modelos de regulação foram reconhecidas por diversos formuladores de políticas públicas cujas jurisdições foram afetadas pela crise e que resolveram promover uma reformulação de suas respectivas estruturas regulatórias, como é o caso do Reino Unido, cf. “*This crisis, and the resultant impact on the economy – globally as well as in the UK – was caused both by failures in the financial sector, and by failures in regulation of the financial sector. Regulators and supervisors failed to provide the robust scrutiny and challenge that banks and other financial institutions needed to ensure that risks building up on their balance sheets were manageable – not only at the level of individual firms, but across the system as a whole*”. UNITED KINGDOM. HM Treasury. **A new approach to financial regulation: the blueprint for reform**, junho de 2011, p. 5.

Nesse contexto, quatro fenômenos econômicos se destacam: (i) a internacionalização e globalização de mercados financeiros regionais; (ii) a formação de conglomerados financeiros; e, mais recentemente, (iii) a entrada de empresas inovadoras de tecnologia no mercado financeiro, as chamadas “Fintechs”; e (iv) o surgimento de produtos e serviços financeiros inovadores nesse mercado. Conforme será analisado, esses fenômenos vêm promovendo mudanças substanciais na organização das instituições financeiras e na forma como elas prestam suas atividades, as quais devem ser consideradas também do ponto de vista da organização dos reguladores financeiros.<sup>6</sup>

O movimento de internacionalização desse mercado, verificado desde meados da década de 90 e intensificado neste novo século, permitiu o surgimento de instituições financeiras transfronteiriças, que antes estavam restritas a mercados geográficos específicos. Esse fenômeno introduziu novos riscos ao mercado financeiro global, principalmente relacionados à estabilidade sistêmica e à solidez das instituições financeiras.

A partir do final do século passado, a eliminação de barreiras regulatórias possibilitou a consolidação dos prestadores de serviços financeiros dentro de uma mesma organização, levando a formação de grandes conglomerados financeiros, os quais passaram a atuar em segmentos do mercado financeiro historicamente separados - e.g. mercados bancário, de seguros e de capitais.<sup>7-8</sup>

Além de prestarem serviços financeiros em segmentos de mercado tidos como distintos, tais organizações passaram a fornecer produtos financeiros cujas características não estavam adstritas a um segmento específico de mercado (por exemplo, bancos comerciais oferecendo produtos próprios dos mercados de valores mobiliários e de seguros).<sup>9</sup>

---

<sup>6</sup> Cf. “*These fundamental changes in the nature of the financial service markets around the world have exposed the shortcomings of financial regulatory models, some of which have not been adapted to changes in business structures*”. GROUP OF 30. **The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace**, 2008, p. 12.

<sup>7</sup> O estudo do sistema financeiro de acordo com a divisão entre os mercados bancário, securitário e de capitais é feita pela maior parte da doutrina com a finalidade, mais didática do que prática, de analisar separadamente as funções e instrumentos de regulação aplicáveis a cada uma das instituições financeiras clássicas - e.g. bancos comerciais, bancos de investimento, seguradoras, fundos de investimento, corretoras, gestoras de recursos etc. (para mais informações sobre a definição de instituição financeira adotada neste trabalho, v. nota 11). Tal divisão teórica, ainda que venha se tornando cada vez menos relevante no contexto prático, será empregada no presente trabalho com a finalidade de identificar as características atribuídas a cada um desses segmentos de mercado.

<sup>8</sup> Essa mudança da estrutura de mercado, relativizando-se as divisões existentes entre os segmentos bancário, securitário e de capitais, acarretou mudanças nos modelos de regulação de várias jurisdições. Nesses casos, se observou uma tendência de migração do modelo de regulação setorial (analisado em detalhe nas seções 2.2 e 4.2 deste trabalho) para um dos seguintes modelos: o de regulação unificada (seções 2.3 e 4.3), e o de regulação por objetivos (seções 2.4 e 4.4). Sobre as diferentes classificações dos modelos de regulação financeira, v. nota 20.

<sup>9</sup> Um exemplo de título de crédito ofertado por bancos e caracterizado como valor mobiliário é a cédula de crédito bancário – CCB. Nos termos do julgamento Processo CVM Nº RJ2007/11.593, a CVM determinou que



Todos esses fenômenos tornam a divisão clássica existente entre os mercados bancário, securitário e de capitais cada vez menos relevante.<sup>10</sup> Como resultado, a caracterização legal clássica das instituições financeiras (como bancos comerciais, bancos de investimento, corretoras, seguradoras, administradores de recursos de terceiros etc.), passou a ser insuficiente para refletir a realidade econômica dessas organizações, levando a um distanciamento entre os critérios jurídicos para atribuição de competência aos reguladores financeiros e a realidade prática desse mercado.<sup>11</sup> Em virtude desse distanciamento, a

---

tais títulos são caracterizados como valor mobiliário, desde que ofertados publicamente e sem que o risco de crédito fique com a instituição financeira. Outros exemplos de produtos ofertados que ultrapassam a divisão entre segmentos clássicos do mercado financeiros são os produtos de seguro distribuídos pela via bancária (atividade denominada na prática empresarial de *bancassurance*) ou os valores mobiliários lastreados em direitos creditórios emitidos por companhias securitizadoras (transferido-se, nesse caso, o risco advindo de operações creditícias, próprias do mercado bancário, para o mercado de capitais). No contexto da evolução do sistema financeiro nos últimos anos, há uma tendência cada vez maior que produtos e serviços financeiros sejam caracterizados como “complexos”, com características que não estão adstritas a um segmento específico neste mercado. Tal fenômeno é explorado, de modo detalhado, na seção 3.1.2 desta dissertação.

<sup>10</sup> A divisão entre os mercados bancário, securitário e de capitais é reconhecida por grande parte dos doutrinadores como inócua no contexto financeiro atual. A concepção de mercado financeiro clássica na qual os bancos atuam majoritariamente na concessão de empréstimos, as companhias abertas (e demais emissores no mercado de capitais) ofertam valores mobiliários como oportunidade de investimento, e que as seguradoras oferecem contratos de seguro visando à proteção contra o risco dos segurados, se distancia cada vez mais da realidade atual, cf. “*The last 25 years have been a period of enormous transformation in the financial services sector. The marketplace has seen a marked shift from domestic firms engaged in distinct banking, securities and insurance businesses to more integrated financial services conglomerates offering a broad range of financial products*”. GROUP OF 30. **The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace**, 2008, p. 12.

<sup>11</sup> O termo “instituição financeira” (*financial institutions*) é referido no presente trabalho como toda e qualquer instituição regulada que forneça serviços e produtos no âmbito do sistema financeiro. Essa classificação, respaldada pela doutrina mais recente, não é amplamente adotada no Brasil, onde o termo é constantemente vinculado às instituições bancárias. No âmbito da doutrina clássica estadunidense, é comum a utilização deste termo para se referir às instituições que realizam atividade de intermediação financeira – i.e. realizam a atividade de intermediação entre agentes poupadores e tomadores de recursos –, sejam elas de natureza bancária (*depository financial institutions*) ou não bancárias (*nondepository financial institutions*). Segundo a classificação adotada por Carnell *et. al.* (2013), enquadra-se no primeiro grupo bancos comerciais e cooperativas de crédito (*credit unions*), enquanto no segundo estão seguradoras (*insurers*), corretoras (*broker dealers*), bancos de investimento (*investment banks*) e investidores institucionais como fundos de investimento (alguns sob a forma de *investment companies*) e fundos de pensão (*pension funds*). Ainda que tal classificação abranja grande parte das instituições que atuam no mercado financeiro, ela ainda é insuficiente para caracterizar todos os participantes dentro deste mercado. Em função de fenômenos como a desintermediação financeira (seção 3.1.3), a promoção de meios de financiamento entre entes superavitários e deficitários (bem como as atividades a ela relacionadas) vem se desenvolvendo, cada vez mais, à margem das instituições financeiras clássicas, por meio de organizações que não se enquadram na definição clássica de intermediário financeiro. Em razão desta evolução, algumas jurisdições que promulgaram marcos legais para o setor financeiro neste novo século (e.g. Inglaterra, Austrália e África do Sul) adotaram definições transversais para os termos “produto financeiro” e “serviço financeiro”, não vinculadas a instituições nem a mercados específicos – de modo que todas as organizações que prestem esses serviços ou ofereçam esses produtos dentro do sistema financeiro estariam enquadradas na definição de “instituição financeira”. Essa técnica legislativa moderna se mostra condizente com a evolução do mercado financeiro, uma vez que amplia o âmbito de aplicação da regulação financeira de modo a vincular todas as instituições que atuam neste mercado. Nesses casos, abandona-se o critério setorial para categorizar as instituições financeiras (vinculado a conceitos amplos como atividade de “depósito”, “seguro” ou “intermediação”), tratando-se caracterizá-las pelo desenvolvimento de quaisquer atividades dentro do sistema financeiro. Para melhor detalhamento sobre os conceitos de produtos e serviços financeiros empregados no âmbito das jurisdições supracitadas, v. nota 70 e seguintes.

efetividade da regulação pode se mostrar prejudicada nos casos em que a estrutura regulatória é incapaz de englobar os fenômenos econômicos que ocorrem neste mercado.

Essa constatação, defendida por vários doutrinadores a partir do início deste século, ganhou novos contornos com a entrada das Fintechs no mercado financeiro e o surgimento de produtos e serviços financeiros inovadores, com características distintas daqueles tradicionalmente ofertados por instituições financeiras. Os avanços no campo da inovação financeira permitiram o surgimento de produtos e serviços tidos como “complexos” – pelo fato de possuírem características próprias a mais de um segmento do mercado financeiro –, os quais têm dificuldade em se enquadrar nas definições referentes a atividades financeiras previamente tipificadas, se situando em “zonas cinzentas” da regulação nas quais a competência regulatória para regular esses negócios pode ou não estar presente.<sup>12-13</sup>

Os fenômenos econômicos supracitados proporcionaram uma série de benefícios às instituições financeiras e aos investidores, sendo que também contribuíram para o surgimento de novos riscos nos mercados financeiros regional e mundial, resultando na complexificação da tarefa dos reguladores de mitigar as falhas ocorridas dentro deste mercado.

Nota-se, assim, uma mudança relevante na estrutura do sistema financeiro vigente, cujos principais pilares de organização têm sido alterados em razão de sua evolução. A despeito dessas mudanças, *a maioria dos modelos de regulação financeira existentes em diferentes jurisdições permaneceu intacta*, sem se adaptar às transformações ocorridas na prática privada.

---

<sup>12</sup> Conforme bem exposto por Otavio Yazbek, a evolução do sistema financeiro vem colocando em xeque algumas definições clássicas no âmbito do mercado financeiro, cf. “[C]om o passar do tempo, o próprio desenvolvimento histórico dos sistemas financeiros passou a colocar em cheque algumas daquelas distinções e categorias, demandando alterações estruturais não apenas no modelo norte-americano, mas também na maioria dos sistemas financeiros contemporâneos. Novamente, são frutos do processo de inovação ocorridos desde a década de 1970 que levam à obsolescência algumas distinções até então consolidadas, em especial ao criar zonas cinzentas entre mercados. Por outro lado, a crescente integração entre os mercados nacionais, a atuação transnacional dos agentes e o desenvolvimento, instrumental, da tecnologia da informação aumentaram as pressões por mudanças. Deve-se, assim, considerar aquelas distinções sempre “cum grano salis” [com alguma ressalva]” (grifou-se). YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 150.

<sup>13</sup> Um caso exemplificativo de “zona cinzenta” na qual houve falha na aplicação da regulação é o *shadow banking*, fenômeno que ganhou importância no início deste século, principalmente após a crise financeira global, por meio do qual instituições não bancárias prestavam serviços financeiros típicos de bancos sem incorrer nas regras aplicáveis a essas instituições, normalmente por meio instrumentos próprios do mercado de capitais, de modo que as técnicas de regulação existentes para endereçar os riscos das instituições (e das atividades) bancárias não eram efetivos para mitigar os riscos advindos dessas atividades, que acabavam desreguladas, cf. “*On a high level, the shadow banking system and its component financial instruments serve many of the functions of traditional depository banking, yet operate by connecting borrowers to investors in capital markets. The shadow banking system represents a hybrid: it plays the role of bank, yet harnesses capital markets like bonds*”. GERDING, Erik F. **Law, Bubbles, and Financial Regulation**. Routledge, 2013, p. 399. Grande parte das reformas surgidas a partir da crise global de 2008 procurou diminuir as “brechas regulatórias” em relação a essas atividades, de modo que elas estivessem sujeitas à competência dos reguladores financeiros.

Essa inércia dos reguladores começou a ser alterada a partir da crise financeira global de 2008. Devido aos impactos negativos da referida crise, várias jurisdições constataram que suas estruturas regulatórias não conseguiram promover, de maneira efetiva, a proteção do sistema financeiro e dos participantes que nele atuam – sendo que, a partir dessa constatação, os formuladores de políticas públicas procuraram identificar as falhas regulatórias de seus respectivos modelos nacionais.

Tal avaliação resultou em diferentes respostas por parte dos reguladores financeiros, que promoveram reformas diversas em seus respectivos ordenamentos. Essas reformas podem ser sistematizadas em dois grupos principais: (i) modernização e aperfeiçoamento da regulamentação existente – principalmente para endereçar riscos macro-prudenciais do sistema financeiro – sem alteração substancial do modelo de regulação; e (ii) alteração mais profunda e estrutural do próprio modelo de regulação, com a consequente reorganização dos reguladores financeiros.

Como exemplo do primeiro grupo, temos os Estados Unidos e Brasil, que optaram por manter a estrutura regulatória existente, ainda que tenha havido a criação de alguns órgãos adicionais com o objetivo de coordenar e alinhar as atividades dos reguladores financeiros. No segundo grupo, temos como exemplos Reino Unido<sup>14</sup> e África do Sul,<sup>15</sup> os quais migraram para o modelo de *regulação por objetivos*, também referido no âmbito internacional pela expressão “*twin peaks*”.<sup>16-17</sup>

<sup>14</sup> Inglaterra substituiu o modelo de regulador único pela regulação *twin peaks* em 2012. Para mais informações sobre o estudo-base que fundamentou a alteração naquele país, v. UNITED KINGDOM. HM Treasury. **A new approach to financial regulation: the blueprint for reform**, junho de 2011.

<sup>15</sup> África do Sul substituiu o modelo de regulação tripartite – bancária, securitária e de mercado de capitais – pelo modelo *twin peaks* em 2016. Para mais informações, v. REPUBLIC OF SOUTH AFRICA, National Treasury. **Financial Sector Bill: Impact Study of the Twin Peaks Reforms**, abril de 2016.

<sup>16</sup> O modelo de regulação *twin peaks* foi sistematizado, pela primeira vez, por Michael Taylor no estudo “**Twin Peaks”: A Regulatory Structure for a New Century** (1995). O modelo de regulação *twin peaks*, em sua concepção original, estabelecia dois reguladores principais para o mercado financeiro, sendo um deles responsável pela manutenção da estabilidade do sistema financeiro (denominado de regulador prudencial) e outro responsável pela proteção dos investidores (chamado de regulador de condutas). Em razão da crescente importância dada ao risco sistêmico no contexto da regulação financeira, as jurisdições que implementaram tal modelo instituíram três reguladores, sendo o primeiro responsável por endereçar a regulação sistêmica (normalmente vinculado ao respectivo banco central do país), o segundo responsável pela regulação prudencial (que lida com a estabilidade nas instituições financeiras) e o terceiro responsável pela regulação de condutas.

<sup>17</sup> As expressões “regulação por objetivos” e “*twin peaks*” são tidas como sinônimas no presente trabalho. Apesar de grande parte dos autores equipararem as duas expressões, alguns deles salientam que há diferenças entre elas. Isso porque a regulação por objetivos pode ser referir a qualquer modelo de regulação que estabeleça a competência dos reguladores com base nos objetivos da regulação financeira. Nesse sentido, Goodhart (1998, p. 161) propõe um modelo de regulação no qual existiriam cinco reguladores diferentes, cada um deles responsável por um objetivo da regulação específico (risco sistêmico, supervisão prudencial, proteção de investidores de varejo, regras de conduta para investidores institucionais, regras para entidades administradoras de mercado). Na prática, a grande maioria das jurisdições que adotam tais modelos de regulação prevê uma

Esse modelo regulatório – que no início deste século era adotado somente na Austrália<sup>18</sup> e na Holanda<sup>19</sup> – tem sido estudado (e, em alguns casos, implementado) por um número cada vez maior de jurisdições, que visualizam nele a possibilidade de obter vantagens superiores aos demais modelos de regulação vigentes – quais sejam, os modelos de regulação setorial e regulação unificada.<sup>20</sup>

O modelo de *regulação setorial* se refere às jurisdições que dividem os respectivos reguladores financeiros de acordo com os diferentes setores deste mercado, sendo o modelo mais comum o que estabelece reguladores distintos dos mercados bancário, securitário e de capitais – denominado de “regulação tripartite”. Algumas jurisdições adotam variações desse modelo, combinando os reguladores bancário e do mercado de capitais (é o caso do México), ou integrando os reguladores bancário e de seguros (Canadá).<sup>21</sup>

Já o modelo de *regulação unificada* estabelece uma única agência responsável pela regulação de todo o sistema financeiro. Do final do século passado até a crise financeira global, uma série de países realizou a transição do modelo de regulação setorial para o modelo de regulador único (Alemanha, Japão, Coreia do Sul, Taiwan, Singapura, Suécia, Noruega, Finlândia), principalmente em razão da formação de conglomerados financeiros e do surgimento de produtos financeiros “complexos”. A partir da crise financeira, os dois modelos supracitados – de regulação setorial e regulação unificada – passaram a sofrer críticas mais robustas por parte da doutrina e dos formuladores de políticas públicas, que se utilizaram de evidências da crise para apontar desvantagens próprias a cada um deles.

---

divisão entre um regulador de condutas, um regulador microprudencial, e um terceiro responsável pelo risco macroprudencial ou sistêmico.

<sup>18</sup> A Austrália foi o primeiro país a adotar a regulação por objetivos, em 1998. O documento-base que fundamentou a alteração do modelo foi o *Wallis Report*, que analisou o contexto institucional pátrio e acessou os benefícios e riscos inerentes à mudança institucional naquele país, cf. COMMONWEALTH OF AUSTRALIA. **Financial System Inquiry - Final Report**, março de 1997.

<sup>19</sup> A Holanda foi o segundo país a instituir o modelo de regulação por objetivos, em 2002. Para mais informações sobre o modelo holandês, v. KREMERS, Jeroen; SCHOENMAKER, Dirk. **Twin Peaks, Experiences in the Netherlands**, 2010.

<sup>20</sup> Existem múltiplos modelos de organização e de distribuição de competência entre reguladores financeiros nas diferentes jurisdições. Historicamente, a doutrina dividiu as estruturas de regulação financeira em três categorias principais – *institucional*, *funcional* e *por objetivos*. Ocorre que tal categorização não se verifica na prática, tendo em vista a inexistência de jurisdições que adotem um desses modelos de forma “pura”. O que se verifica, na maior parte das jurisdições, é que a competência dos reguladores tem sido dividida por uma mistura de critérios de regulação funcionais e institucionais. Desse modo, o presente trabalho utiliza uma segunda classificação para os modelos de regulação, mais recente, que divide os modelos de regulação em: *regulação por objetivos*, *regulação por setores* e *regulação unificada* – as quais serão detalhadas na primeira parte deste trabalho. Para mais detalhes a respeito de cada classificação, v. seção 2 deste trabalho.

<sup>21</sup> No Canadá, a regulação dos mercados de seguro e bancário se dá no âmbito federal, sendo de competência do *Office of the Superintendent of Financial Institutions* – OSFI. Já em relação à regulação do mercado de capitais, tal competência é exercida por agências no âmbito das respectivas províncias, como é o caso da *Ontario Securities Commission* – OSC e da *British Columbia Securities Commission* – BCSC.

Nesse contexto, parte da doutrina advoga pela emergência do modelo de regulação por objetivos como a estrutura regulatória ideal para promover uma regulação efetiva do sistema financeiro – desde que determinadas condições estejam presentes nas estruturas de mercado das respectivas jurisdições. Atualmente, adotam o modelo de regulação *twin peaks* Austrália, Holanda, Reino Unido e África do Sul, sendo que outros países vêm realizando estudos governamentais para avaliar a conveniência e a oportunidade de migrarem para tal modelo.<sup>22</sup>

Ainda que se observe um número crescente de apoiadores do referido modelo, no âmbito dos doutrinadores e formuladores de políticas públicas, não é possível dizer, de prontidão, que esse modelo é adequado para todos os casos. Nas palavras de David Llewellyn, “é uma ilusão achar que há um modelo de estrutura institucional superior e singular, aplicável a todos os países”, de modo que “a mudança da estrutura institucional de regulação não deve ser vista como uma panaceia, ou como um substituto de uma regulação eficaz e eficiente”.<sup>23</sup>

As características dos mercados financeiros domésticos (aspectos político, econômico, cultural, histórico etc.) são determinantes na análise sobre qual a estrutura regulatória mais indicada para cada país. Cabe aos formuladores de políticas públicas de cada jurisdição, portanto, acessar a efetividade de seu modelo regulatório e, caso constatado que o modelo não é o mais adequado, analisar os custos e benefícios atinentes a uma possível mudança da estrutura regulatória.

Ainda que não haja uma estrutura regulatória ideal para todas as jurisdições, as mudanças ocorridas no mercado financeiro nas últimas décadas demonstram a necessidade de se discutir as falhas presentes nos diferentes modelos de regulação, e como elas têm sido endereçadas pelos formuladores de políticas públicas – tanto do ponto de vista legal quanto regulatório. A utilização de um modelo regulatório em desconformidade com a respectiva estrutura de mercado cria problemas para o sistema financeiro como um todo, tanto do ponto de vista dos entes regulados quando dos próprios reguladores. Torna-se imperativo, portanto, que o *modelo de regulação financeira guarde correspondência à estrutura financeira vigente*.<sup>24</sup>

---

<sup>22</sup> Dentre esses países estão Alemanha, China, Japão, Espanha, Portugal, e Hong Kong.

<sup>23</sup> Em tradução livre. LLEWELLYN, David T. **Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues**. World Bank Seminar - Aligning Supervisory Structures with Country Needs, junho de 2006, p. 7.

<sup>24</sup> Cf. “In many countries, the structure of regulatory agencies was devised for a different structure of the financial system than exists now. Financial innovation and structural change in the financial system have challenged many of the assumptions made at the time current structures were created. This raises the issue of whether institutional structure should mirror the evolution of the structure of the system and the business of regulated firms”. Ibidem, p. 9.

Se, em teoria, o modelo de regulação financeira deve espelhar-se na estrutura regulatória vigente, na prática essa correspondência é mais difícil de se materializar. Isso porque a estrutura de regulação de cada país é fruto de um contexto histórico específico, cuja evolução não necessariamente obedece à racionalidade econômica. A tendência, portanto, é que os formuladores de políticas públicas promovam mudanças pontuais na regulação quando determinadas falhas regulatórias são identificadas – por exemplo, por meio da atualização da regulamentação vigente ou revisão dos mecanismos de supervisão sobre determinados agentes regulados –, sem optar por uma reforma substancial da estrutura regulatória.<sup>25</sup>

Os custos associados a uma eventual alteração do modelo regulatório tendem a ser altos, enquanto que os benefícios decorrentes dessa alteração institucional apresentam benefícios de médio e longo prazo, dificilmente quantificáveis com precisão.<sup>26</sup> Desse modo, do ponto de vista político, esta solução não é adotada pela maior parte dos países que se propõem a aprimorar as respectivas estruturas de regulação do sistema financeiro, preferindo-se soluções menos custosas.

Pelo exposto, é possível afirmar que mudanças na estrutura financeira tendem a ser encontrar, em maior ou menor grau, a depender do contexto específico, em situação de *path dependence*.<sup>27</sup> O presente trabalho procurará contrapor os custos associados a esta dependência a eventuais benefícios advindos de uma mudança estrutural da regulação.

---

<sup>25</sup> O reconhecimento dos limites práticos em alterações institucionais é essencial quando se discute possíveis alterações nos modelos de regulação financeira. Existe um aspecto político inerente a este processo que não pode ser desconsiderado, cf. “Apenas com o reconhecimento desta dimensão política torna-se possível fugir às imposições e determinismos que se vem adotando atualmente, quando do tratamento das “instituições” e da sua importância. Tais “instituições”, por mais amplo que seja o sentido outorgado ao termo, não nascem naturalmente das práticas econômicas e tampouco determinam, por si, os resultados do processo econômico”. YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 286.

<sup>26</sup> O desafio de realizar uma reforma na estrutura regulatória sem a quantificação dos benefícios de médio e longo prazo para o sistema financeiro foi reconhecida nas discussões que precederam a mudança do modelo de regulação da África do Sul. Nesse caso, ainda assim, considerou-se que os benefícios de longo prazo para a regulação, ainda que não quantificáveis, superariam o aumento de custos a ser arcado pelos participantes, cf. “Importantly, these initial estimates do not fully take into account potential efficiencies generated by institutional structures or additional governance or operational costs that might arise in the new system. Moreover, the longer-term shift to a more harmonised system, with an emphasis on pre-emptive, risk-based and outcomes-focused approaches have implications that are yet to be estimated”. REPUBLIC OF SOUTH AFRICA, National Treasury, **Financial Sector Bill: Impact Study of the Twin Peaks Reforms**, abril de 2016, p. 12.

<sup>27</sup> O termo *path dependence* ou “dependência do caminho” refere-se ao fenômeno segundo o qual mudanças institucionais são impedidas de serem postas em prática em razão dos altos custos de adaptação associados a esta nova realidade. Nesta situação de dependência, os custos de adaptação superam os benefícios derivados da mudança institucional proposta – resultando na manutenção da situação vigente. É a ideia de que a “mudança para o outro caminho” é, em si, demasiado custosa, inviabilizando a transição para outro modelo institucional, ainda que este se mostre mais eficiente, cf. “an outcome or decision is shaped in specific and systematic ways by the historical path leading to it. At the most basic level, therefore, path dependence implies that what happened at an earlier point in time will affect the possible outcomes of a sequence of events occurring at a later point in time”. HATHAWAY, Oona A. **Path Dependence in the Law: The Course and Pattern of Legal Change in a**

## Metodologia e estrutura

Este trabalho tem por objetivo analisar os principais modelos de regulação financeira – por objetivos, setorial e unificado –, a fim de identificar as vantagens e desvantagens atinentes a cada uma dessas estruturas regulatórias, e como elas lidam com os novos riscos do mercado financeiro no contexto das transformações pelas quais este vem passando nos últimos anos. A fim de atender a esse objetivo, propomos o seguinte **problema geral** (que por sua vez se subdivide em dois problemas específicos): *o modelo de regulação financeira por objetivos, em comparação com modelos de regulação setorial e regulação unificada, possui a estrutura regulatória mais apta a propiciar uma regulação efetiva do sistema financeiro, considerando a evolução pela qual este sistema vem passando ao longo das últimas décadas e os novos riscos regulatórios nele presentes?*

A **hipótese geral** aqui apresentada é que, considerando a evolução pela qual vem passando o sistema financeiro, o modelo de regulação por objetivos é o mais apto a propiciar uma regulação financeira efetiva, em contraposição aos modelos que o precedem, tendo em vista que sua estrutura regulatória: (i) permite a consecução dos múltiplos objetivos da regulação financeira de forma harmonizada, em um cenário de crescente complexificação dos riscos emanados do sistema financeiro, mitigando a possibilidade de sobreposição de objetivos dentro de uma mesma agência; e (ii) amplia o limite de aplicação da regulação, uma vez que os critérios jurídicos para determinação de competência dos reguladores não são vinculados a conceitos próprios dos setores bancário, securitário e de capitais, cuja divisão é cada vez menos perceptível do ponto de vista da prática financeira, na qual as atividades financeiras vêm sendo desenvolvidas de modo transversal.

De acordo com esta hipótese geral, os modelos de regulação setorial e unificado não endereçam de modo apropriado grande parte dos riscos surgidos no mercado financeiro global nos últimos anos. O desenho institucional proposto nesses dois modelos pressupõe a existência de um mercado financeiro relativamente simples, no qual as instituições financeiras, e funções por elas desenvolvidas, são facilmente enquadráveis em categorias pré-determinadas – o que não parece se verificar na maior parte das jurisdições. Ao contrário, a tendência do mercado financeiro nos últimos vinte anos tem sido justamente na direção contrária, tornando-se mais complexo e desafiando as categorias clássicas de serviços e produtos financeiros ofertados.

---

**Common Law System**, 2003, p. 104. Um exemplo que ilustra esse custo institucional é o caso estadunidense, cuja estrutura regulatória extremamente complexa não foi alterada de modo substancial, mesmo após o país ter sido um dos principais afetados pela crise financeira de 2008.

Nesse contexto, a regulação por objetivos surge como alternativa ao modelo de regulação setorial ao propor que os critérios que determinam a competência dos reguladores não se baseiem nas instituições e nas funções desenvolvidas pelo mercado, mas sim nos objetivos regulatórios da regulação financeira. Esse modelo relativiza a especialização de reguladores nos mercados bancário, securitário e de capitais, ao passo que aumenta o limite de aplicação da regulação – na medida em que a competência dos reguladores se dá sobre as instituições, produtos e serviços financeiros de forma universal.<sup>28-29</sup> Já o modelo de regulação unificada possui praticamente o mesmo limite de aplicação da regulação por objetivos, na medida que, em ambos os modelos, os critérios para determinação das competências dos reguladores não estão vinculados a setores específicos. Nos termos da hipótese geral formulada, o modelo de *twin peaks* seria superior ao modelo unificado na medida em que permitiria uma melhor consecução de objetivos regulatórios atribuídos a uma ou mais agências reguladoras.<sup>30</sup>

A fim de melhor delimitar a hipótese geral acima apresentada, são propostos dois problemas específicos, que serão endereçados, respectivamente, nas duas partes que compõem esta dissertação.

**Primeiro problema específico:** como os critérios teóricos relacionados à efetividade das estruturas regulatórias se materializam nos modelos de regulação por objetivos, setorial e unificada?

**Primeira hipótese explicativa:** os critérios relacionados à efetividade das estruturas regulatórias – consecução de múltiplos objetivos de forma harmônica e ampliação do limite de aplicação da regulação – se materializam de formas distintas nos modelos de regulação por objetivos, setorial e unificada, a depender da estrutura de mercado financeiro a qual se pretende regular.

---

<sup>28</sup> A expressão “limite de aplicação”, recorrente ao longo deste trabalho e explicada na subseção 1.4.3, guarda similaridade com termos empregados por autores da literatura estrangeira como, por exemplo, “*regulatory perimeters*”, utilizada por Eddy Wymeersch (2006) e “*regulatory borders*”, por Charles Goodhart *et. al.* (1998).

<sup>29</sup> No contexto prático, a ampliação do limite de aplicação da regulação pode não ser considerada, por si só, uma justificativa para mudança do modelo de regulação setorial para regulação por objetivos. Em mercados financeiros nacionais nos quais as instituições e funções desenvolvidas pelos agentes financeiros não são consideradas complexas, as desvantagens atinentes a esta ampliação podem não justificar as vantagens dela advindas.

<sup>30</sup> O caso do Reino Unido é um exemplo que retrata algumas desvantagens do modelo de regulação unificada em comparação ao modelo *twin peaks*, tendo em vista que esta jurisdição optou por migrar de um modelo para o outro após a crise financeira global. Como relatado no relatório que fundamentou a mudança institucional, os reguladores ingleses entenderam que o modelo unificado vigente à época não conseguiu lidar com os riscos de um mercado financeiro complexo da forma apropriada, o que representou uma falha na regulação daquele país, cf. UNITED KINGDOM. HM Treasury, **A new approach to financial regulation: the blueprint for reform**, junho de 2011, p. 7.



A fim de testar a referida hipótese, a primeira parte deste trabalho (*À Procura do Modelo de Regulação Financeira Ideal*) reúne a literatura teórica sobre estruturas de regulação financeira, descrevendo as principais características atribuídas aos modelos de regulação financeira previamente citados.

Nesse contexto, a primeira seção (*Desenhando um modelo de regulação financeira efetivo*) analisa os principais objetivos da regulação financeira como mecanismo de correção das chamadas falhas de mercado. Em seguida, são expostos os diferentes instrumentos de regulação utilizados para corrigir tais falhas, os quais são agrupados em três tipos de regulação: sistêmica (a fim de endereçar riscos macro-prudenciais e garantir a estabilidade do sistema financeiro como um todo); prudencial (procura mitigar os riscos micro-prudenciais garantindo a estabilidade das instituições financeiras); e de condutas (focada principalmente na proteção dos investidores). Por fim, a seção operacionaliza o conceito de efetividade no contexto das estruturas regulatórias, em vista a visualizar como se daria um modelo de regulação financeira ótimo, que promovesse os objetivos regulatórios forma mais harmônica possível e com limites de aplicação adequados.

Feita essa primeira análise, a segunda seção (*Modelos teóricos de regulação financeira*) aponta as principais características dos três modelos de regulação financeira predominantes – por objetivos, setorial e unificada – e quais as vantagens e desvantagens atribuídas a cada um deles, levando em consideração os parâmetros de efetividade estabelecidos na primeira seção. Pretende-se auferir como esses modelos procuram promover as finalidades que justificaram a intervenção regulatória no setor. Ao final da primeira parte, espera-se que o leitor entenda os argumentos teóricos que fundamentam o estudo sobre modelos institucionais de regulação financeira.

Esse aparato teórico é confrontado com o contexto prático do mercado financeiro na segunda parte da dissertação (*Transformações na estrutura de mercado financeiro e impactos nos modelos existentes de regulação*), a qual analisa os diferentes modelos de regulação conforme as evoluções pelas quais passou o mercado financeiro nas últimas décadas – fazendo, portanto, uma aproximação entre os modelos de regulação e as estruturas de mercado ora vigentes. Nesse contexto, apresenta-se o segundo problema específico de pesquisa.

**Segundo problema específico:** as recentes mudanças ocorridas no mercado financeiro fazem surgir um modelo de regulação predominante capaz de endereçar os novos riscos surgidos nesse mercado global e garantir uma regulação efetiva?

**Segunda hipótese explicativa:** o modelo de regulação financeira por objetivos, em contraposição aos modelos de regulação setorial e unificada, possui a estrutura regulatória mais apta a endereçar os novos riscos decorrentes das mudanças ocorridas no mercado financeiro global – formação de conglomerados financeiros, da internacionalização dos mercados domésticos, da entrada das Fintechs e do surgimento de produtos e serviços financeiros “complexos” – na medida em que amplia a capacidade dos reguladores de fiscalizar e sancionar os diferentes agentes financeiros (aqui incluídos não as instituições financeiras clássicas, mas também novos participantes que oferecem serviços e produtos financeiros), e delimita de modo claro os objetivos de cada regulador, em um cenário de no qual a consecução harmônica dos diferentes objetivos financeiros tende a se mostrar cada vez mais desafiadora para os reguladores.<sup>31</sup>

Nesse contexto, a terceira seção (*Evolução da estrutura de mercado no contexto das inovações financeiras*) busca acessar essa estrutura do mercado financeiro e suas principais transformações ao longo das últimas duas décadas. São analisados fenômenos como inovação financeira, desintermediação do mercado, internacionalização de mercados e formação de conglomerados financeiros.

A quarta seção (*A Emergência do Modelo de Regulação por Objetivos como Modelo Regulatório Predominante*) retoma a análise dos três modelos de regulação descritos na segunda seção do trabalho, a fim de interpretar como esses modelos teóricos são impactados pela evolução do sistema financeiro vigente. Em linha com a segunda hipótese explicativa, visa-se auferir se o modelo de regulação por objetivos possibilita a criação de uma estrutura regulatória mais efetiva, em comparação aos demais modelos.

Esta seção final analisa se a regulação por objetivos seria, de fato, a estrutura regulatória mais apropriada para responder às transformações recentes do mercado financeiro, e quais são os custos e benefícios associados a esta regulação no contexto prático, principalmente considerando a entrada de novas empresas de tecnologia nesse mercado.

---

<sup>31</sup> Em artigo instigante, William Magnuson (2018) questiona os impactos que as novas tecnologias têm sobre a efetividade da regulação financeira. O autor demonstra que a entrada das Fintechs no mercado financeiro impacta os diferentes objetivos desta regulação, dificultando o cumprimento dos mandatos atribuídos aos reguladores, cf. “*The Article argues that fintech’s unique model of finance places pressure on, and indeed undermines, several core purposes of financial regulation. It may reduce the capacity of the financial sector to allocate capital efficiently within the economy. It may increase the likelihood that consumer protections will be weakened or evaded. And it raises a set of systemic risk concerns that are potentially more troubling than the “too big to fail” concerns that have motivated recent financial reform efforts. Thus, an additional aim of the Article is to demonstrate the existential difficulties that the Bitcoin era poses for financial regulation*”. MAGNUSON, William. Financial Regulation in the Bitcoin Era. **Stanford Journal of Law, Business, and Finance**, v. 23, n. 2, 2018, p. 3.

Antes de adentrarmos nos capítulos em questão, é preciso tecer algumas considerações preliminares.

Primeiro, a presente dissertação não pretende avaliar se a hipótese teórica apresentada (de que a regulação por objetivos possibilita o desenvolvimento de um mercado financeiro mais efetivo) seria concretizada no âmbito de qualquer país específico. Trata-se de uma análise teórica – realizada com base nos estudos feitos pela academia e pelos formuladores de políticas públicas nos últimos vinte anos – cuja aplicação no âmbito prático demanda um estudo detalhado a respeito das características presentes na jurisdição em questão.

Segundo, não se trata de uma análise à luz das características específicas do mercado financeiro brasileiro, e sim dos fenômenos econômicos que vêm ocorrendo no mercado financeiro global – e que tendem, dada a crescente globalização e interconexão entre os mercados financeiros nacionais e globais, a ocorrer também no Brasil. Ainda assim, tendo em vista que os problemas aqui analisados guardam correspondência com situações identificadas também no contexto do mercado financeiro brasileiro, esta dissertação procura trazer, sempre que possível, exemplos concretos à luz do contexto pátrio. Tais considerações, contudo, não visam responder se uma possível substituição do modelo de regulação setorial vigente no Brasil pelo modelo *twin peaks* seria possível, mas apenas trazer reflexões sobre como os argumentos trazidos anteriormente dialogam com o contexto pátrio.

A aplicabilidade do modelo de regulação por objetivos no contexto brasileiro demandaria uma análise específica sobre a efetividade deste modelo de acordo com o contexto institucional pátrio.<sup>32</sup> Tal análise desafiadora foge ao escopo deste trabalho, que pretende demonstrar unicamente se a adoção da regulação por objetivos poderia, em tese, promover uma regulação financeira dotada de maior efetividade – ainda que tal assertiva demande estudos posteriores a fim de aplicá-la a casos concretos.

---

<sup>32</sup> Ainda não foram realizados estudos aprofundados sobre a eficiência e efetividade da estrutura de regulação financeira no Brasil, e como a regulação por objetivos impactaria nos custos incorridos tanto pelos reguladores quanto pelos agentes regulados.

## **PARTE I – À PROCURA DO MODELO DE REGULAÇÃO FINANCEIRA IDEAL**

### **1 – DESENHANDO UM MODELO DE REGULAÇÃO FINANCEIRA EFETIVO**

#### **1.1. Regulação financeira como mecanismo de correção de falhas de mercado**

O pleno entendimento dos modelos de regulação financeira, no contexto de sua efetividade, demanda uma análise dos objetivos teóricos que justificam esse tipo de interferência estatal nos agentes privados que compõem o mercado financeiro. Ao contrário dos questionamentos que são feitos a respeito da necessidade de atuação estatal sobre determinados setores da economia, a necessidade de regulação financeira não é questionada pela maior parte da doutrina, uma vez que o sistema financeiro é marcado por falhas de mercado bastante perceptíveis que justificam a interferência estatal sobre o domínio privado.

A sistematização dos objetivos que justificam a regulação financeira não é uma tarefa simples.<sup>33</sup> Tendo em vista o tamanho do sistema financeiro e os diferentes tipos de atividades financeiras nele conduzidas, há uma multiplicidade de classificações formuladas por doutrinadores na tentativa de sumarizar as razões que justificam a intervenção no setor. Nesse sentido, alguns dos objetivos – gerais e específicos – elencados pela doutrina no contexto da regulação financeira são: estabilidade do sistema financeiro; solidez das instituições financeiras; bom funcionamento do mercado; formação eficiente de capital; proteção dos investidores; estabilidade do sistema de pagamentos; tratamento arrazoado aos investidores menos qualificados; promoção da concorrência e proteção contra o comportamento monopolístico;<sup>34</sup> estabilidade monetária e controle de preços etc.<sup>35</sup>

---

<sup>33</sup> Cf. “*To identify and analyse the objectives of the complex body of financial regulation is not an easy task. As financial regulation has developed over the last 10 to 20 years, it has been called upon to pursue an increasingly wide spectrum of policy objectives, all of which are not necessarily present in each of the three lines of business nor in each country concerned, nor are they always mutually compatible*”. WYMEERSCH, Eddy. **The Structure of Financial Supervision in Europe, about single, twin peaks and multiple financial supervisors**, 2006, p. 4.

<sup>34</sup> O objetivo de promoção à concorrência e controle de monopólios não será analisado a fundo no presente trabalho. Em vista que, na maioria dos modelos institucionais, tal função é atribuída a uma autoridade antitruste específica (podendo os reguladores financeiros ter um papel complementar na promoção de um ambiente econômico competitivo), não cabe discuti-la de modo específico no contexto da regulação financeira.

<sup>35</sup> O objetivo de controle de preços, associado à política monetária, não é colocado pela doutrina majoritária como um objetivo específico da regulação financeira. Ainda que o mercado monetário esteja incluído no âmbito do mercado financeiro pela maior parte dos economistas, os autores colocam a política monetária como um objetivo de política pública apartado das funções próprias dos reguladores financeiros – e.g. regulação sistêmica, prudencial e de condutas. Ainda que essas finalidades estejam separadas do âmbito teórico, é fato que há uma

Esses objetivos podem ser agrupados em três categorias principais: (i) garantia da estabilidade sistêmica, evitando externalidades negativas advindas da falência de instituições sistemicamente relevantes; (ii) garantia da solidez das instituições que compõe o sistema financeiro, de modo a mitigar os riscos de quebra; e (iii) proteção do investidor, impedindo que condutas abusivas sejam praticadas pelos fornecedores de serviços e produtos financeiros.<sup>36</sup>

Cada um desses objetivos, por sua vez, está vinculado a razões econômicas que justificam a intervenção no sistema financeiro (*economic rationale*) – i.e. as falhas de mercado a que os instrumentos regulatórios pretendem endereçar.<sup>37</sup> Nesse sentido, são referidas a assimetria informacional entre as instituições financeiras e os investidores (ou entre as próprias instituições financeiras) e as externalidades negativas decorrentes da falência de uma instituição financeira sistemicamente relevante. A fim de melhor delimitar a relação entre objetivos regulatórios e falhas de mercado, a próxima seção analisa as diferentes técnicas (ou instrumentos) de regulação empregadas pelos reguladores na tentativa de promover o pleno desenvolvimento do mercado financeiro.

## 1.2. Instrumentos de regulação financeira

Os instrumentos regulatórios por meio dos quais os reguladores financeiros tratam das falhas de mercado acima narradas são comumente divididos de acordo com os tipos de regulação em questão, quais sejam: de condutas; sistêmica; e prudencial.<sup>38</sup>

---

relação íntima entre a política monetária e a regulação macroprudencial. Em diversas jurisdições, inclusive, essas funções são desenvolvidas por uma mesma instituição, que é o banco central do respectivo país. O papel da autoridade monetária na regulação prudencial e a relação entre essas duas políticas serão analisados de forma específica na seção 1.3.

<sup>36</sup> Essa classificação também não é uníssona, já que alguns autores interpretam que ela poderia ser simplificada em dois objetivos gerais: proteção ao consumidor e garantia da estabilidade sistêmica. Segundo a classificação adotada por Charles Goodhart *et al.* (1998, p. 4), as finalidades da regulação financeira poderiam ser sistematizadas em dois grupos, excluindo-se a competência para o controle dos monopólios, quais sejam: proteção de consumidores menos informados, em razão da assimetria de informação; e promoção da estabilidade sistêmica em razão das externalidades que podem decorrer da falência de instituições.

<sup>37</sup> Para uma análise substancial das razões econômicas que justificam a intervenção estatal no mercado financeiro, v. LLEWELLYN, David. **The Economic Rationale for Financial Regulation**. FSA Occasional Paper, abril de 1999.

<sup>38</sup> Alguns autores clássicos, como Llewellyn (1999) e Taylor (1995), se referem a dois tipos de regulação, a regulação de condutas negociais (com a finalidade de regular a relação entre instituições financeiras e seus clientes), e a regulação prudencial (com a finalidade de garantir a solidez das instituições e do sistema financeiro), neste último incluídas as regulações micro e macroprudencial (sistêmica).

Essa classificação tríplice dos tipos de regulação não é uníssona. Para parte da doutrina, a diferenciação entre regulação de condutas e regulação prudencial, em sentido amplo (macro ou microprudencial), seria de difícil constatação prática, tendo em vista que as razões para regular, nos dois tipos de regulação, muitas vezes se confundem.<sup>39-40</sup> Outra questão amplamente debatida na doutrina diz respeito à necessidade de tratar as regulações micro e macroprudencial de forma apartada, de modo a serem conduzidas por agências reguladoras diversas. Ainda que ambos os tipos de regulação se preocupem com externalidades negativas relacionadas à falha de uma instituição financeira, o foco de cada uma delas é diferente. Nesse sentido, a crise financeira global demonstrou a necessidade de se estudar os instrumentos de regulação microprudencial e sistêmica de modo apartado, já que os riscos regulatórios relacionados a cada um deles são distintos. Uma das falhas comumente atribuídas à crise é justamente a falta de regulação macroprudencial por parte dos reguladores competentes, que somente consideraram os riscos do sistema financeiro do ponto de vista da estabilidade das instituições financeiras individualmente consideradas.<sup>41</sup> Entendemos que os três tipos de regulação possuem instrumentos regulatórios próprios, que justificam o seu estudo de modo diferenciado neste trabalho.

---

<sup>39</sup> Nesse sentido, temos o posicionamento de Eddy Wymeersch, cf. *“The outlined typology is somewhat artificial. Conduct of business supervision not only relates to protecting the consumer, and should not be seen on its own. It also aims at safeguarding the institutions’ reputation, hence has a direct prudential relevance and sometimes may even trigger systemic concerns. Conversely, prudential supervision not only aims at protecting the institution, but ultimately also the financial consumer. In practice also, the different objectives are interrelated. Most financial services firms are subject to both types of supervision”*. WYMEERSCH, Eddy. **The Structure of Financial Supervision in Europe, about single, twin peaks and multiple financial supervisors**, 2006, p. 6.

<sup>40</sup> O debate sobre a efetividade da separação entre regulação de condutas e regulação prudencial foi travado também no âmbito dos modelos de regulação. Para os defensores do modelo de regulação unificada, não faria sentido dividir os reguladores com base nesses objetivos, tendo em vista que os instrumentos regulatórios empregados pelos reguladores se confundiriam nos dois casos. Já os defensores do modelo *twin peaks* argumentaram pela relevância de tal divisão, cf. *“The crux of the argument concerned the separation of prudential and conduct of business regulation that was the main feature of the Twin Peaks model; the defenders of a single regulator argued that the separation was not so clear as the Twin Peaks model presupposed. [...] The Global Financial Crisis has created a very different perspective on this argument”*. TAYLOR, Michael W. *The Road from “Twin Peaks” – And the Way Back*. **Connecticut Insurance Law Journal**, v. 16, 2009, p. 79.

<sup>41</sup> O presidente do banco central estadunidense, Ben Bernanke, em 2008, alertou sobre insuficiência dos reguladores em lidar com riscos sistêmicos no período que precedeu a crise financeira global, cf. *“Going forward, a critical question for regulators and supervisors is what their appropriate “field of vision” should be. Under our current system of safety-and-soundness regulation, supervisors often focus on the financial conditions of individual institutions in isolation. An alternative approach, which has been called systemwide or macroprudential oversight, would broaden the mandate of regulators and supervisors to encompass consideration of potential systemic risks and weaknesses as well”*. BERNANKE, Ben S. *Reducing Systemic Risk*. Discurso proferido no *Annual Economic Symposium* em 22 de agosto de 2008 *apud*. HANSON, Samuel G., KASHYAP, Anil K.; STEIN Jeremy C. *A Macroprudential Approach to Financial Regulation*. **Journal of Economic Perspectives**, v. 25, n. 1, 2011, p. 4.

### 1.2.1. Regulação de condutas

A regulação de condutas é um importante mecanismo para promover os objetivos de proteção ao consumidor e garantia de estabilidade para as instituições. Ainda que seja utilizada para endereçar o risco prudencial em determinadas situações (por exemplo, pelo estabelecimento de regras de *compliance* para agentes financeiros), este tipo de regulação está majoritariamente relacionado ao oferecimento de produtos e serviços financeiros pelas instituições financeiras aos clientes em geral, aos riscos inerentes a esta relação, e à necessidade de proteção do investidor.

A regulação das condutas entre os ofertantes de produtos e serviços financeiros e os consumidores procura resolver uma falha de mercado em específica, que é a assimetria de informações e suas consequências prejudiciais, relacionadas principalmente à majoração dos custos de agência.<sup>42</sup> Pelo fato de os investidores não possuírem a exata noção da realidade dos agentes financeiros com os quais se relacionam, estes se veem em posição desfavorecida, sem dispor de todas as informações sobre o negócio. Nessas situações, as informações detidas por uma das partes em detrimento da outra podem prejudicar a parte menos informada, que aplicaria seus recursos sem entender a real condição do investimento financeiro que adquiriu.

Os principais instrumentos regulatórios para correção desta falha de mercado são as regras de conduta negocial e as regras de transparência impostas às instituições financeiras que oferecem serviços e produtos aos investidores em geral. As regras de conduta no âmbito dos negócios financeiros procuram traçar padrões mínimos de comportamento aplicáveis aos participantes em suas relações com o público investidor, mitigando, por exemplo, a ocorrência de condutas abusivas por parte do primeiro. As normas de transparência, por outro lado, procuram reduzir a assimetria de informação e garantir que a informação seja difundida e precificada pelos investidores e pelo mercado. Em alguns cenários, a utilização de regras de transparência pode se mostrar como uma primeira etapa, quando o regulador ainda não tem conhecimento sobre qual padrão de comportamento deveria ser adotado no âmbito de

---

<sup>42</sup> Cf. “The difficulty and complexity of regulation arise from the fact that each of the parties (e.g. regulator, financial intermediary, borrower, saver) has different knowledge of (i.e. asymmetric information on) their own and the other agents’ motives, actions and positions. For example, to what extent can depositors or regulators know the risk-taking behaviour of bank managers? Or, if regulators can observe the portfolio risks of a bank only imperfectly, is it nonetheless possible to introduce regulations that keep systemic risk low?”. GOODHART, Charles. A. et. al., **Financial Regulation: Why, How and Where Now?**, 1998, p. 43.

determinado caso específico.<sup>43</sup> São exemplos desse tipo de regulação: as regras para divulgação de informações por parte das companhias abertas; regras de conduta para os diferentes prestadores de serviços financeiros perante seus clientes; regras para verificação de adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente (*suitability*); regras de comportamento em casos de transação com partes relacionadas; regras para administração fiduciária de recursos de terceiros etc.

Classicamente, no contexto dos diferentes segmentos de mercado, a regulação de condutas está comumente relacionada ao regulador do mercado de capitais. Nesse mercado, a necessidade por regras de conduta, em sua acepção ampla (regras comportamentais ou regras de transparência) torna-se mais evidente, na medida em que o principal elemento a ser avaliado pelos investidores, para aquisição de determinado valor mobiliário, é justamente as condições e os riscos inerentes ao título ofertado. Diferentemente dos mercados de seguro e bancário, não há, nesse caso, uma preocupação específica com a solvabilidade dos emissores de valores mobiliários, os quais, em regra, não oferecem externalidade negativas de cunho sistêmico diante da possibilidade de quebra – salvo quando instituições não depositárias tornam-se sistemicamente relevantes.

Do ponto de vista dos reguladores bancário e securitário, a grande preocupação, a princípio, seria com a estabilidade das instituições reguladas e com a sua capacidade de honrar as obrigações firmadas perante seus clientes. Essa vinculação da regulação de condutas ao mercado de capitais, contudo, tem sido alterada nos últimos anos, na medida em que tanto os reguladores de seguro e bancário vêm percebendo a necessidade de endereçar questões relativas à proteção ao investidor, em adição às preocupações já comuns no âmbito dos riscos sistêmicos e prudenciais. Historicamente, há uma deficiência de normas de conduta no âmbito de reguladores bancários e securitários, que se preocupam majoritariamente com a estabilidade das instituições por eles reguladas. O racional por trás dessa linha de atuação seria o de que estando a instituição bancária ou securitária segura contra o risco de quebra, não haveria razão para se preocupar com a forma como esta oferta seus produtos ao público consumidor. Como se vê, há nesses casos uma dominância dos objetivos de regulação sistêmica e prudencial sobre aquele relacionado à proteção dos investidores.

---

<sup>43</sup> Cf. “A primeira razão para a popularidade das políticas públicas baseadas em transparência é o fato de que a transparência parece ser um regime mais adequado para lidar com riscos novos até que a sociedade tenha tido oportunidade de discutir quais os padrões de comportamento e desempenho desejáveis a serem adotados em relação a determinado problema ou risco”. DIAS, Luciana Pires. **Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: um Estudo Empírico das Transações com Partes Relacionadas**. Tese de Doutorado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014, p. 104.



Nesse sentido, interessante notar o movimento que vem sendo feito pelos reguladores securitário e bancário no Brasil para aprimorar a regulação de condutas em seus respectivos mercados regulados. A SUSEP, por exemplo, criou em 2016 a Diretoria de Condutas de Mercado com o objetivo de reforçar o papel do regulador no que diz respeito à compra de seguros por parte dos consumidores. Já o BCB criou, em 2012, o Departamento de Supervisão de Conduta, a fim de melhor a endereçar o objetivo de proteção ao consumidor no âmbito dos produtos e serviços bancários oferecidos ao público. Tais exemplos demonstram, portanto, que mesmo dentro de um modelo de regulação setorial, no qual cada regulador é responsável por um segmento específico do mercado, é possível buscar uma harmonização efetiva entre os diferentes objetivos da regulação financeira.

### *1.2.2. Regulação prudencial*

A regulação prudencial também contribui para proteção ao consumidor – não por meio da regulamentação das condutas praticadas pelos agentes financeiros perante os demais participantes do mercado, mas sim por meio da regulação das instituições em si. Visa-se garantir a solidez das instituições financeiras cuja falência acarreta em externalidades negativas para todo o sistema, inclusive com risco de contágio para outras instituições. A regulação prudencial busca evitar a falência dessas instituições por meio do estabelecimento de obrigações relacionadas à liquidez e à solvabilidade destas, de modo que seu risco de insolvência (i.e. que não possuam recursos para responder por obrigações de pagamento aos fornecedores de recursos) é mitigado.

Conforme discutido anteriormente, esse tipo de regulação é comumente associado aos segmentos de mercado bancário e securitário, em vista das características peculiares aos balanços dessas instituições financeiras. Em relação aos bancos, estes trabalham com alto grau de alavancagem pois utilizam os depósitos recebidos para realizar empréstimos sem provisionar 100% dos valores depositados disponível para os depositantes. Ocorre que, enquanto o banco tem o risco de não receber os valores emprestados (exigíveis a médio e longo prazo), os depositantes podem retirar todo o valor depositado no momento em que quiserem (exigíveis a curto prazo). Esse descasamento entre o passivo e o ativo das instituições financeiras (*balance sheet mismatch*) as torna especiais, já que não têm capacidade de honrar com todas as obrigações dos depositantes dentro de um curto espaço de tempo.

Do ponto de vista das seguradoras, a regulação prudencial também é necessária para garantir que haja uma liquidez mínima nessas organizações a fim de honrar as obrigações de pagamento dos prêmios da apólices de seguro caso o sinistro venha a se materializar. Assim sendo, a regulação prudencial busca garantir a solidez dessas instituições para casos de estresse em que sejam demandados a devolver recursos a seus clientes.

São exemplos dos instrumentos de regulação prudencial comumente utilizados pelos reguladores: regras de alavancagem (por meio da qual as instituições financeiras são obrigadas a comprometer um percentual mínimo de capital próprio em comparação àquele que pode ser emprestado a terceiros); regras de solvência (limitações em relação tipo de ativo e ao risco que tais instituições podem incorporar em seu balanço, de modo a garantir uma liquidez mínima a essas instituições); e regras que impõe barreiras de entrada às instituições.

Ainda que esse tipo de regulação estivesse restrito às instituições bancárias e/ou securitárias no passado, a formação de agentes financeiros cada vez mais interligados uns aos outros trouxe a preocupação prudencial também para o mercado de capitais. Nesse sentido, algumas instituições que atuam nesse mercado começam a ter relevância sistêmica, em vista que sua quebra também pode acarretar externalidades negativas para todo o mercado financeiro. É o caso, por exemplo, da indústria de fundos de investimento.

Assim como se demonstrou no caso da SUSEP e do BCB, que vêm dando maior atenção à regulação por condutas no âmbito de suas atividades, a CVM também vem analisando o emprego de técnicas próprias da regulação prudencial no âmbito do mercado de capitais,<sup>44</sup> conforme demonstrado em estudo realizado por esta agência sobre a alavancagem dos fundos de investimento no Brasil. No referido trabalho, a CVM identifica que, dentre os riscos associados à alavancagem de fundos, está a disrupção potencial dos mercados, uma vez que fundos alavancados podem transmitir instabilidade a contrapartes expostas ao fundo, ampliando o efeito contágio, bem como a outros participantes mercado – riscos tipicamente vinculados aos reguladores de prudência.<sup>45</sup>

---

<sup>44</sup> Um exemplo da regulação prudencial no âmbito do mercado de capitais diz respeito às regras impostas por determinados reguladores para limitar a alavancagem desses fundos, ou às regras que exigem capital mínimo para gestores de recursos de terceiros. Para uma análise aprofundada de instrumentos de regulação prudencial empregados no âmbito do mercado de capitais, v. IOSCO. **A Comparison and Analysis of Prudential Standards in the Securities Sector**, março de 2014.

<sup>45</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Assessoria de Análise e Pesquisa. **Alavancagem de Fundos**, julho de 2016, p. 61. A conclusão do regulador sobre quais os instrumentos regulatórios possíveis para mitigar os possíveis riscos advindos da indústria de fundos também demonstra a possibilidade de utilização de técnicas prudenciais pelo regulador do mercado de capitais, cf. “algumas alternativas, individualmente ou em conjunto, poderiam ser consideradas para mitigar esses riscos: a) iniciativas da autorregulação; b) ampliação do disclosure; c) regras que apontem alguma limitação mais direta sobre o risco no uso de instrumentos de alavancagem”. Ibidem, p. 63.

O exemplo acima trazido demonstra que a vinculação da regulação prudencial unicamente a bancos e seguradoras vem perdendo sentido à medida que os riscos historicamente atrelados a essas instituições vêm sendo transplantados para o mercado de capitais. Como será abordado nas seções posteriores, a tendência de aplicação dos diferentes tipos de regulação sobre todos os segmentos de mercado, também gera impactos na efetividade dos modelos de regulação.

### 1.2.3. Regulação sistêmica

A regulação sistêmica se relaciona à falha de mercado, comumente atribuída ao mercado bancário, segundo a qual a falência ou crise de uma instituição financeira acarreta prejuízos para o sistema como um todo, e não somente para a empresa e para os agentes que com ela se relacionam. Ao invés de focar no aspecto microprudencial da regulação, a fim de garantir a estabilidade da instituição e evitar a situação de insolvência, a regulação sistêmica trata dos instrumentos que o regulador possui para evitar o risco de contágio para o sistema uma vez que essas instituições falham. A regulação sistêmica deriva da alta integração existente entre as diferentes instituições financeiras que atuam no mercado, de modo que a falha de uma instituição financeira em adimplir uma obrigação de pagamento em relação a um terceiro pode gerar um efeito em cascata, de modo que os riscos atrelados àquele participante sejam repassados para os demais. Se anteriormente essa alta interconectividade entre instituições era característica própria do setor bancário,<sup>46</sup> a atual configuração do mercado financeiro transplanta o risco sistêmico para os mercados de seguros e de capitais.

Em todo o sistema financeiro, a preocupação em relação ao risco sistêmico se torna cada vez mais relevante, uma vez que a falha de agentes financeiros com alta exposição aos demais participantes também pode colocar em xeque a credibilidade e a solidez do sistema como um todo. À semelhança do que se viu no caso da regulação prudencial, há aqui uma falha de mercado que precisa ser endereçada em todos os segmentos do mercado financeiro de forma transversal.

---

<sup>46</sup> A visão de que o risco sistêmico deveria ser endereçado no âmbito dos mercados securitário e de capitais, apesar de amplamente reconhecida nos debates atuais, já era preconizada por Charles Goodhart *et al.*, cf. “*The rising importance of securities markets in the financial systems of OECD countries, the growing concentration in the securities industry, the effects of new technologies, the nature of the risks now being borne by securities market intermediaries and the links between the securities market and the banking and payments system all suggest that the occurrence of serious misfunctions in the securities markets would have the potential to destabilise the entire financial system*” (grifou-se). GOODHART, Charles. A. *et. al.*, **Financial Regulation: Why, How and Where Now?**, 1998, p. 13.

No contexto da crise financeira global, a importância da dimensão sistêmica para instituições não bancárias restou claramente comprovada, na medida em que vários reguladores não conseguiram acessar de maneira adequada o risco emanado por essas entidades.<sup>47</sup> A partir dessa constatação, uma série de jurisdições promoveu alterações nas respectivas estruturas regulatórias para alargar a competência do regulador sistêmico (normalmente o próprio banco central ou agência a ele vinculada), para que este pudesse regular instituições tidas como “sistemicamente relevantes”, ainda que elas não se enquadrassem na classificação jurídica das instituições financeiras bancárias.

Os instrumentos regulatórios comumente relacionados à finalidade de mitigar o risco sistêmico advindo do mercado financeiro são: fundo garantidor de depósitos (que busca reduzir o risco de ocorrência das corridas bancárias); regras claras para intervenção e liquidação de instituições sistemicamente relevantes (de modo que o regulador sistêmico possa controlar as instituições financeiras que passam por situações de estresse financeiro, mitigando os efeitos negativos da quebra de instituições e evitando o agravamento de eventuais crises financeiras); e determinação do banco central como provedor de liquidez para os demais bancos (comumente referida como “*lender of last resort*”). Como se percebe, são instrumentos próprios da regulação bancária, mas que vêm sendo exportados para os demais segmentos do mercado financeiro em vista ao aumento da preocupação sistêmica neles.

### 1.3. O papel da autoridade monetária na regulação prudencial

A relação entre política monetária e regulação macroprudencial foi analisada por uma série de doutrinadores e organismos multilaterais após a crise financeira global. Nesse contexto, a recomendação feita pela maior parte deles seria no sentido de que: (i) a competência para regular o risco sistêmico fosse apartada do regulador microprudencial, responsável pela estabilidade das instituições em si; e (ii) que a regulação sistêmica fosse exercida pela autoridade monetária da respectiva jurisdição (banco central), tendo em vista a relação íntima entre esta função e o objetivo de controle da quantidade de moeda.

---

<sup>47</sup> No caso dos Estados Unidos, uma das causas comumente associadas à crise financeira global foi a falha dos reguladores em identificar os riscos sistêmicos advindos de instituições que atuavam no mercado de seguros, como é o caso da AIG, cf. “*Supervision failed at the level of individual institutions – AIG being a notable example – and at the systemic level, where systemic risk considerations were not properly taken into account*”. LASTRA, Rosa M.; WOOF, Geoffrey. Crises of 2007-09: Nature, Causes, and Reactions. **The Journal of International Economic Law**, v. 13, 2010, p. 539

A principal razão para proposição de que as funções de política monetária e promoção da estabilidade sistêmica fiquem sob a competência de uma mesma instituição diz respeito à *complementaridade* entres essas duas funções. Ainda que, num contexto anterior à crise, alguns doutrinadores e formuladores de políticas públicas tenham argumentado pela necessidade de retirada da atividade de supervisão bancária dos respectivos bancos centrais,<sup>48</sup> o entendimento majoritário mais atual é no sentido de que a regulação prudencial, em seu sentido amplo, deve ser exercida diretamente (ou de forma muito próxima) pela autoridade monetária.<sup>49</sup> Conforme foi demonstrado na crise, nos casos em que os instrumentos relacionados à garantia da estabilidade de preços e à estabilidade financeira sejam de competência de reguladores distintos, a consecução de ambos os objetivos se mostrou prejudicada. Os instrumentos de regulação sistêmica devem, portanto, serem somados aos instrumentos de política monetária, de modo a garantir a finalidade de estabilidade e crescimento econômica.

A tabela a seguir sumariza os objetivos específicos e as finalidades supracitados. O que se vê é que as finalidades das políticas monetária e macroprudencial coincidem, na medida em que ambas se preocupam em garantir condições para estabilidade da economia, seja do ponto de vista dos mercados monetário, cambial, de crédito ou de capitais.

| Tabela 1 – Objetivos e finalidades da regulação financeira e monetária |   |                                      |
|--|---|--------------------------------------|
| Política pública   | Objetivo específico                                 | Finalidade                           |
| Política monetária   | Estabilidade dos preços                             | Estabilidade e crescimento econômico |
| Macroprudencial  | Estabilidade do sistema financeiro                  |                                      |
| Macroprudencial  | Estabilidade das instituições financeiras           | Proteção dos consumidores            |
| Conduta  | Eficiência dos mercados e proteção dos investidores |                                      |

Fonte: SCHOENMAKER, Dirk; KREMERS, Jeroen. Financial stability and proper business conduct: can supervisory structure help to achieve these objectives? In: HUANG; Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (org.). **Institutional Structure of Financial Regulation: theories and international experiences**. New York: Routledge, 2015, p. 56.

<sup>48</sup> A retirada da função de supervisão bancária do banco central foi realizada pelo Reino Unido quando da instituição da FSA como regulador único do sistema financeiro, em 2002.

<sup>49</sup> Em estudo realizado sobre a crise financeira global, o FMI concluiu que a regulação sistêmica deveria ser desenvolvida diretamente pelo banco central, enquanto a regulação microprudencial deveria estar sob a competência de uma agência apartada, mas vinculada, ao respectivo banco central. Para mais informações, v. MASCIANDARO, Donato; PANSINI, Rosaria Vega; QUINTYN, Marc. **The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter?** IMF Working Paper nº 11/261, 2011, p. 21.

O principal instrumento da política monetária – consistente na determinação da taxa de juros para estimular (ou desestimular) a oferta de crédito dentro do respectivo sistema econômico – pode ser a sua efetividade comprometida por razões de cunho prudencial – como, por exemplo, uma política mal formulada que resulte na quebra de instituições depositárias e, conseqüentemente, na redução da oferta de crédito no sistema financeiro. Já do ponto de vista da regulação financeira, o instrumento para promoção de liquidez para os demais bancos pelo banco central, essencial para controlar situações de estresse no mercado financeiro e evitar a quebra de instituições sistemicamente relevantes, interfere na quantidade de moeda e na política monetária.<sup>50</sup>

Essa discussão também tem repercussões do ponto de vista dos modelos de regulação. Na medida em que existe um regulador bancário único (função normalmente atribuída ao banco central nas jurisdições que adotam o modelo de regulação tripartite), a condução da política monetária irá concorrer, dentro de uma mesma instituição, com todos os demais objetivos presentes na regulação daquele segmento. É natural que, em se tratando de um regulador de natureza sistêmica, ele privilegie os objetivos relacionados à estabilidade das instituições e do sistema financeiro, relegando a um segundo plano o objetivo de proteção aos consumidores. Nos termos da hipótese formulada no início deste trabalho, esse tipo de estrutura regulatória pode acabar comprometendo a própria efetividade da regulação, ao impedir a harmonização dos diferentes objetivos da regulação econômica e financeira.

O modelo de regulador financeiro unificado, por outro lado, separa de forma total o regulador do sistema financeiro da autoridade monetária, sendo que o primeiro ficaria responsável pela regulação de aspectos sistêmicos, prudenciais e de conduta do sistema. Nesse caso, a separação dos instrumentos de regulação sistêmica daqueles de natureza prudencial pode impactar negativamente a promoção da estabilidade econômica, nos termos anteriormente referidos. O modelo de regulação por objetivos, por sua vez, permite que haja uma delegação de objetivos específicos para a autoridade monetária (quais sejam, o sistêmico e o prudencial), situação que pode se mostrar eficiente do ponto de vista da promoção dos objetivos da política monetária e da estabilidade financeira de forma complementar.

---

<sup>50</sup> Cf. “*The role of the central bank is the major issue at stake in this organizational structure, in particular, whether supervision should be a responsibility of the central bank. With or without direct supervisory responsibilities, a central bank has a responsibility for financial stability, because of its lender of last resort role*”. GARICANO, Luis; LASTRA Rosa M. **Towards a New Architecture for Financial Stability: Seven Principles**. CEP Discussion Paper, nº 990, julho de 2010, p. 8.

#### 1.4. Determinação da efetividade na estrutura de regulação

Nas subseções anteriores, analisamos os objetivos que justificam a regulação do mercado financeiro e quais os instrumentos regulatórios utilizados para perseguir cada um deles. Ocorre que, para além da criação de ferramentas apropriadas para que os reguladores exerçam suas prerrogativas, torna-se necessário também avaliar a estrutura de regulação internamente, com a finalidade de determinar como ela contribui para a efetividade do sistema financeiro.<sup>51</sup>

Nesse contexto, a forma com a qual a estrutura regulatória é desenhada vem ganhando uma importância cada vez maior pelos formuladores de políticas públicas na avaliação sobre a qualidade de seus respectivos sistemas de regulação.<sup>52</sup> Se, até o início deste século, os critérios comumente utilizados para fazer esta avaliação estavam relacionados ao teor da regulação e da supervisão realizadas pelos reguladores financeiros, nos últimos anos – principalmente após a crise financeira global – restou-se demonstrada a necessidade de se avaliar qualitativamente os próprios modelos de regulação. Esta dimensão interna dos sistemas de regulação, antes menosprezada, passa a ser considerada tão relevante quanto a sua dimensão externa (i.e. como a regulação interfere no mercado financeiro).

A doutrina elenca uma série de critérios que devem ser considerados para medir a efetividade das respectivas estruturas de regulação financeira.<sup>53-54</sup>

---

<sup>51</sup> Conforme a lição de Michael Taylor, ainda que a estrutura regulatória não seja uma condição suficiente para garantir a efetividade da regulação, ela certamente é uma das condições necessárias, cf. TAYLOR, Michael W. Regulatory reform after the financial crisis: Twin Peaks revisited. In: HUANG; Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (org.). **Institutional Structure of Financial Regulation: theories and international experiences**. New York: Routledge, 2015, p. 31.

<sup>52</sup> Cf. “*It is commonly understood that financial regulation should be designed to achieve certain key policy goals [but] these broad goals, while clearly important, do not take into account an additional factor that has come to be regarded as critical in any well-functioning regulatory system; namely, minimum regulatory burden through efficiency and cost-effectiveness*”. GROUP OF 30. **The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace**, 2008, p. 22.

<sup>53</sup> Alguns organismos multilaterais subdividem o conceito de efetividade em dois outros conceitos, quais sejam, a eficiência (*efficiency*) e a eficácia (*effectiveness*) do sistema financeiro, sendo a primeira característica relacionada à diminuição de custos da regulação e a segunda ao cumprimento de objetivos regulatórios. Tendo em vista que a análise principal desenvolvida neste trabalho, nos termos da hipótese formulada, diz respeito à capacidade da estrutura regulatória de cumprir seus objetivos de forma harmônica e com limites de aplicação bem delimitados, a variável da eficiência – conforme conceituação feita por esses autores – possui menor relevância, razão pela qual faremos a análise qualitativa da regulação por meio do critério único da “efetividade”.

<sup>54</sup> Para Charles Goodhart *et. al.*, as seguintes questões-chave precisam ser observadas a fim de avaliar a qualidade da regulação financeira: objetivos da regulação (estruturas regulatórias devem permitir a execução plena dos objetivos para as quais foram criadas); clareza das competências atribuídas às agências; custos regulatórios relacionados a cada uma das estruturas; *accountability* das agências; eficiência do processo regulatório e em que medida as estruturas institucionais são mais, ou menos, eficientes na consecução de seus objetivos; nível de competição no mercado regulado; e questões relacionadas à concentração de poderes dentro

Para fins do presente trabalho, interpretaremos o critério da efetividade da estrutura regulatória sob dois enfoques principais: (i) sua capacidade de proporcionar o atendimento aos múltiplos objetivos regulatórios que justificam sua criação de forma harmônica, seja por meio de uma ou de várias agências reguladoras; e (ii) sua capacidade de abarcar as diferentes atividades econômicas praticadas no âmbito do mercado financeiro – i.e. ter um limite de aplicação da competência regulatória adequado, abrangendo todos participantes que compõem este mercado. As subseções a seguir tratam de delimitar essas duas variáveis associadas ao conceito de efetividade, nos termos da hipótese geral formulada neste trabalho.

#### *1.4.1. Harmonização dos objetivos de regulação financeira*

Conforme demonstrado, os objetivos que fundamentam a regulação financeira variam consideravelmente entre os autores – ainda que a maior parte deles se baseie nos fundamentos da garantia da estabilidade sistêmica e da proteção aos investidores. Essa multiplicidade de objetivos tende a se aprofundar na medida em que o sistema financeiro torna-se mais complexo, demonstrando a necessidade de serem estabelecidos critérios claros para solucionar eventuais conflitos entre esses objetivos.<sup>55</sup>

A seguir, listamos os principais fatores a serem analisados dentro das respectivas estruturas de regulação, de modo a vislumbrar a sua capacidade para promoção dos objetivos regulatórios de forma harmônica: (i) capacidade do(s) regulador(es) financeiro(s) em visualizar os riscos presentes no mercado financeiro e endereçá-los com base nos instrumentos regulatórios que lhe são próprios; (ii) probabilidade de sobreposição de objetivos dentro do regulador; (iii) critérios claros para determinação de competência entre reguladores para, evitando a ocorrência de conflitos entre reguladores a respeito do foro competente; (iv) nível adequado de *accountability* do(s) regulador(es) em relação aos objetivos a ele(s) atribuído(s).

---

de uma única agência. GOODHART, Charles. A. *et. al.*, **Financial Regulation: Why, How and Where Now?**, 1998, p. 150. Para análise dos principais critérios que determinam a efetividade e eficiência da regulação financeira, v. OCDE. **Policy Framework for Effective and Efficient Financial Regulation**, 2010.

<sup>55</sup> Cabe notar que algumas jurisdições, para solucionar o problema da multiplicidade de objetivos na regulação financeira, têm segmentado os objetivos regulatórios descritos na legislação como “principais” ou “estratégicos”, sendo que o primeiro deve prevalecer em relação ao segundo. É o caso do Reino Unido, Holanda e Nova Zelândia. O regulador deve agir de modo compatível com seu objetivo estratégico e criar mecanismos operacionais para satisfazê-lo, cf. GODWIN, Andrew; GUO, Li; RAMSAY, Ian. **Is Australia's 'Twin Peaks' System of Financial Regulation a Model for China?**, 2016, p. 27.



A reunião de todos esses fatores contribui para a existência de uma estrutura regulatória na qual os objetivos, as razões para regular e os instrumentos regulatórios estão claros e possibilitam o exercício da função do(s) regulador(es) financeiro(s) ao menor custo possível.

A seção 2 procura analisar como esses fatores são endereçados nos diferentes modelos regulatórios vigentes – setorial, unificado e por objetivos. Conforme será demonstrado, os diferentes modelos de regulação procuram atingir os objetivos de regulação de modo diverso.<sup>56</sup> Enquanto o modelo de regulação setorial opta por atribuir aos reguladores um mandato específico para regular determinado segmento do mercado, o modelo de regulação unificada atribui ao regulador o mandato para regular todo o mercado financeiro. Já o modelo de regulação por objetivos se insere numa fase intermediária entre os dois modelos supracitados, na medida em que há múltiplos reguladores do sistema financeiro, sendo que a competência atribuída a cada um deles se dá não em função do segmento de mercado regulado, mas sim em decorrência do próprio objetivo de regulação almejado.

#### *1.4.2. Delimitação do limite de aplicação da estrutura regulatória*

Ainda que os instrumentos e objetivos de regulação estejam bem delimitados, o estabelecimento de um limite de aplicação (*regulatory scope*) aquém do desejado pode comprometer por completo a efetividade de determinada estrutura regulatória. Cada um dos referidos modelos de regulação possui um limite de aplicação diferenciado. A depender da forma como é estruturado, tal modelo pode deixar à margem da regulação determinados fenômenos econômicos cujos riscos deveriam ser endereçados pelo(s) regulador(es) financeiro(s), abrindo margem para ocorrência do fenômeno da arbitragem regulatória em virtude da existência de “brechas regulatórias”.

---

<sup>56</sup> A maior parte da doutrina entende que eventuais conflitos entre os diferentes objetivos da regulação financeira são inevitáveis. Em razão disso, é recomendável que os legisladores criem uma estrutura regulatória que mitigue a probabilidade de ocorrência de conflitos entre os diferentes objetivos de regulação atribuídos aos reguladores, cf. “*Discussions about supervisory structure often assume that these four policy areas can all be separated, and that instruments used to promote one objective do not undermine the other. Until recently, the prevalent approach to financial stability assumed that the system as a whole can be made safe by making individual financial institutions safe. But this is wrong. As indicated below, this represents a fallacy of composition. It is more appropriate to think in terms of a hierarchy of objectives*” (grifou-se). SCHOENMAKER, Dirk; KREMERS, Jeroen. Financial stability and proper business conduct: can supervisory structure help to achieve these objectives? In: HUANG; Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (org.). **Institutional Structure of Financial Regulation: theories and international experiences**. New York: Routledge, 2015, p. 57.

Do ponto de vista da estrutura regulatória, o conceito de efetividade se relaciona aos limites de aplicação da regulação de três forma principais: (i) capacidade de determinado modelo de abranger todas as atividades financeiras realizadas dentro de sua jurisdição e que imponham riscos que devem ser endereçados pelo(s) regulador(es); (ii) mitigação da possibilidade de existência das chamadas “brechas regulatórias”; e (iii) desincentivo ao fenômeno da arbitragem regulatória, no qual prestadores de serviço financeiro podem optar por conduzir suas atividades à margem da regulação, ou dentro de um regime regulatório mais favorável, diminuindo os custos de regulação a que estão sujeitos.<sup>57</sup>

A delimitação do limite de aplicação da estrutura regulatória está diretamente relacionada à *forma de atribuição de competências aos reguladores* (que será explorada em detalhe na seção 2.1). Desse modo, os respectivos ordenamentos legais que estabelecem a competência de cada regulador exercem papel substancial na determinação do limite de aplicação da estrutura regulatória. Conceitos funcionais e/ou institucionais restritos podem resultar na possibilidade de mais brechas regulatórias no sistema. Essa atribuição de competência aos reguladores pelo ordenamento jurídico guarda relação direta com os diferentes modelos de regulação, que serão estudados na seção 3, na medida em que algumas formas de atribuição de competência não são conciliáveis com determinados modelos.

#### 1.4.3. Considerações a respeito do critério de eficiência da estrutura regulatória

A eficiência da regulação não está associada ao cumprimento dos objetivos regulatórios em si, mas sim a capacidade de fazê-lo a um menor custo possível para os diferentes atores envolvidos nessa regulação. Ainda que esse critério não seja central de acordo com o problema de pesquisa proposto nessa dissertação – o qual se refere à efetividade das estruturas regulatórias – este é um tema recorrente na literatura estrangeira que analisa as estruturas regulatórias, e que pode impactar, ainda que indiretamente, a efetividade do sistema. A formulação de uma estrutura regulatória altamente ineficiente, que resulte em custos exacerbados tanto para os reguladores quanto para os regulados, pode impactar negativamente o desenvolvimento dos objetivos a eles atribuídos.

---

<sup>57</sup> Cf. “Regulatory scope is relevant to this report because what constitutes regulated business in a jurisdiction is the key driver for the regulatory and supervisory obligations that subsequently follow [...] Differences in regulatory scope across jurisdictions could impact where firm activity is conducted, thus potentially raising regulatory arbitrage opportunities because activities deemed out of scope in a jurisdiction will not be subject to prudential requirements there”. IOSCO. **A Comparison and Analysis of Prudential Standards in the Securities Sector**, março de 2014, p. 2.

É certo que, nas análises qualitativas realizadas pelas diferentes jurisdições a respeito de suas respectivas estruturas regulatórias, o critério da eficiência é colocado em segundo plano em comparação com os dois critérios associados à efetividade do sistema e analisados nas subseções anteriores (capacidade de promoção dos objetivos de forma harmônica e ampliação do limite no âmbito de atuação).

Ainda assim, discorreremos de forma breve sobre as principais características relacionadas à eficiência da regulação, de modo a clarificar esses aspectos que também são levados em consideração no contexto das variadas jurisdições ao avaliarem a conveniência e oportunidade de promoverem mudanças em suas respectivas estruturas regulatórias. Nesse sentido, a seguinte questão central se colocada: quantos reguladores são necessários para garantir o cumprimento dos objetivos regulatórios de modo eficiente? De um lado, há uma economia de custos considerável quando da unificação de reguladores setoriais do sistema financeiro. Por outro, o estabelecimento de um regulador único para o mercado financeiro como um todo pode prejudicar a consecução dos objetivos de forma harmônica – possivelmente resultando em um aumento de custos em geral, ainda que os custos institucionais sejam minorados.

Para uma análise completa da eficiência de uma estrutura regulatória, é necessário ter uma visão global dos custos regulatórios – não somente aqueles impostos aos agentes privados, mas também aos demais atores envolvidos no processo. Nesse contexto, cabe aqui fazer referência à divisão proposta por Charles Goodhart *et. al.*, segundo a qual os custos estão divididos em institucionais (referente aos custos de manutenção do modelo regulatório e custeio das agências), custos de *compliance* (custos impostos aos agentes regulados para cumprirem com a regulamentação), e custos residuais (custos para o sistema financeiro não contidos nas categorias anteriores). Essa sistematização é feita na tabela a seguir:

| <b>Tabela 2 - Custos regulatórios</b>  |  |
|--|--|
| <b>1) Institucionais</b>   | Custos das agências<br>Custos de monitoramento   |
| <b>2) Compliance</b>   | Custos impostos aos regulados  |
| <b>3) Residuais</b>  | Impactos no ambiente competitivo<br>Impedimentos à inovação<br>Risco moral<br>Risco de captura<br>Intensidade de regulação (regulação excessiva) |
| Fonte: GOODHART, Charles. A. <i>et. al.</i> , <b>Financial Regulation: Why, How and Where Now?</b> , 1998, p. 151. |  |

Uma análise da estrutura que considere um desses tipos de custo isoladamente tende a apresentar resultados deficientes para promoção de um sistema financeiro sólido. Um exemplo comumente apontado pelos autores diz respeito às reformas realizadas por países do modelo de regulação setorial para regulação unificada, no final do século passado. Nas análises que precederam esse movimento, as diferentes jurisdições apontaram economias de custo significativas que tal estrutura apresentava – diminuindo não só os custos institucionais como também os de *compliance*. Ainda que o modelo tenha prosperado em algumas jurisdições, em outras ele se revelou inadequado para promover os objetivos de regulação da melhor maneira possível. Nesses casos, a redução nos custos institucionais e de *compliance* foram superados pelo aumento nos custos residuais para o sistema financeiro como um todo, prejudicando a efetividade e eficiência da regulação financeira. A relação entre economia de custos e promoção de objetivos deve ser analisada com cuidado nos casos concretos, a fim de evitar situações em que as falhas na regulação sejam majoradas.<sup>58</sup>

No final das contas, a estrutura regulatória considerada “ótima” é aquela que consegue promover uma regulação financeira efetividade (objeto central de análise deste trabalho nos termos da hipótese formulada), ao menor custo possível para os atores envolvidos.

Tal análise é extremamente difícil de verificar na prática, em especial por conta da dificuldade de se medir, no âmbito concreto, as consequências de uma reforma institucional cujos benefícios irão de concretizar a médio- e longo-prazo (relacionados a efetividade), ao passo que as desvantagens relacionadas à mudança de um sistema institucional para o outro são quantificados no momento da transição (aspecto vinculado ao critério da eficiência).<sup>59</sup>

Por fim, cabe fazer uma ressalva especial para o custo de transição de uma estrutura regulatória para outra.

---

<sup>58</sup> Cf. “*Different structures have implications for the costs of regulation. On the one hand, if there are economies of scale and scope in regulation, there should be advantages in having a small number of agencies, or even a single authority. On the other hand, if a single regulator (encompassing a wide variety of financial institutions) adopts an inappropriate regulatory regime (perhaps because its remit is too wide and unfocused), the compliance and structural costs of regulation would rise even though the purely institutional costs of regulatory agencies (i.e. the costs of running supervisory agencies) might be lower*”. LLEWELLYN, David T., **Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues**, June 2006, p. 12.

<sup>59</sup> As recentes reformas regulatórias ocorridas na Inglaterra e África do Sul para instituir a regulação por objetivos denotam bem essa dificuldade na análise sobre efetividade e eficiência da estrutura regulatória em questão. Se, a princípio, os custos institucionais e custos de observância são mensuráveis e quantificáveis no momento em que se propõe uma mudança no modelo de regulação, o mesmo não pode ser dito em relação aos benefícios de médio e longo prazo que essa nova estrutura regulatória pode trazer para o mercado. Em ambos os casos, os formuladores de políticas públicas nessas jurisdições se utilizaram de aparatos teóricos para tentar prever os ganhos futuros sob a perspectiva da efetividade e da eficiência do modelo, ainda que na base de estimativas.

Apesar de não integrarem a tabela de custos regulatórios acima referida (uma vez que não se trata de um custo advindo de um modelo de regulação em si, mas sim um custo a ser arcado pelo poder público para alteração do modelo previamente fixado), esses custos são extremamente relevantes no contexto prático, muitas vezes moldando o apetite dos formuladores de políticas públicas pela mudança, ou não, do sistema vigente.<sup>60</sup>

Nesse contexto, após fixarmos os principais parâmetros relacionados à efetividade (e, se forma subsidiária, à eficiência) de uma estrutura regulatória, partiremos para o estudo dos três modelos teóricos de regulação financeira, a fim de analisarmos este critério no âmbito de cada um deles.

---

<sup>60</sup> O documento oficial que analisa os impactos da mudança para o modelo *twin peaks* na África do Sul reconhece um aumento não só nos custos de transição, mas também nos custos de manutenção da nova estrutura regulatória, que seriam arcados principalmente por meio de taxas adicionais cobradas de instituições financeiras (principalmente dos bancos), cf. “*Costs under the new institutional framework should be met in large part through the reallocation of the existing resources spent on financial regulation, although it is likely that some new funding will be required to implement the strengthened market conduct policy framework and the increased emphasis on system-wide supervision*”. REPUBLIC OF SOUTH AFRICA. National Treasury. **Financial Sector Bill: Impact Study of the Twin Peaks Reforms**, abril de 2016, p. 11.

## 2 – MODELOS TEÓRICOS DE REGULAÇÃO FINANCEIRA

A classificação dos modelos de regulação financeira varia entre os autores que tratam do assunto. Inicialmente, a doutrina clássica dividiu os modelos de regulação em três tipos: institucional, funcional e por objetivos.<sup>61</sup> Essa divisão se baseia nos critérios que determinam a competência dos reguladores – que, no primeiro caso, se refere ao enquadramento legal das instituições financeiras; no segundo ao tipo de atividade desenvolvida; e no terceiro aos objetivos de regulação financeira que devem ser perseguidos pelos reguladores.<sup>62</sup> Ainda que retrate com precisão a evolução pela qual passaram a maior parte das estruturas regulatórias no final do século XX, não adotaremos a referida categorização neste trabalho, por entender que ela carece de relevância prática no contexto das estruturas regulatórias vigentes. Tal classificação é problemática na medida em que todos os modelos de regulação vigentes utilizam uma combinação de aspectos funcionais e/ou institucionais para determinar a competência de seus reguladores, não havendo um modelo de regulação “puro” como sugerido pela referida classificação.<sup>63</sup>

---

<sup>61</sup> Adotam essa classificação Goodhart *et al.* (1998), Lumpkin (2002) e Yazbek (2008). Já o *Group of 30* (2008), em adição aos três modelos anteriormente citados, inclui o modelo de regulação unificada como um quarto tipo a ser considerado.

<sup>62</sup> A regulação institucional promove os objetivos da regulação financeira por meio da criação de reguladores diferenciados a depender do tipo de instituição que atua no mercado financeiro. Historicamente, esse foi o primeiro modelo de regulação adotado em vários países, normalmente separando as instituições bancárias, as seguradoras e as companhias que atuam no mercado de capitais (companhias abertas, corretoras, bancos de investimento etc.), sendo um regulador responsável por cada segmento clássico de mercado. Esse modelo de regulação, da forma originalmente concebida, não é verificado na maior parte dos países, que evoluíram para o modelo de regulação funcional. Segundo esse modelo, a competência dos reguladores é determinada não pela definição legal de cada instituição, mas sim pela função desenvolvida por cada agente financeiro – i.e., pela finalidade dos produtos e serviços oferecidos. Isso permite uma visão mais especializada a cada um dos reguladores, vinculada à atividade financeira desenvolvida (bancária, securitária, ou de mercado de capitais), não importando a qualificação jurídica da instituição. Esse modelo funcional vincula a competência dos reguladores a conceitos funcionais (“empréstimos” para o regulador bancário; “valores mobiliários” para o regulador do mercado de capitais etc.), permitindo uma análise mais eficiente dos produtos e serviços ofertados. A maior parte das jurisdições que hoje adota o modelo de regulação setorial – de acordo com a classificação adotada no presente trabalho – mescla elementos dos modelos institucional e funcional.

<sup>63</sup> A crítica a tal classificação é exposta por David Llewellyn: “*In reality, a strict dichotomy between functional and institutional regulation, and institutions based on objectives or market failure, is misleading as they serve different purposes.*”. LLEWELLYN, David T., **Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues**, junho de 2006, p. 17.

Um segundo tipo de classificação, mais recente, separa os modelos de regulação não pelos critérios que determinam a competência de cada regulador, mas sim pelo nível de integração dos respectivos reguladores financeiros.<sup>64-65</sup> Desse modo, divide-se as estruturas regulatórias em: regulação por setores (que engloba grande parte dos modelos tidos como institucionais e funcionais, normalmente estabelecendo reguladores específicos para os mercados bancário, securitário e de capitais); regulação unificada (na qual um único regulador é responsável por regular o mercado financeiro como um todo); e regulação por objetivos (a qual prevê a existência de reguladores diferenciados com base no objetivo de regulação que se pretende promover – geralmente divididos em regulador de condutas, regulador prudencial e regulador sistêmico).

A fim de identificar as principais diferenças entre os modelos de regulação supracitados, David Llewellyn sugere três questões principais a serem analisadas em cada um deles: (i) se a regulação prudencial deve ser conduzida por uma agência integrada, que engloba todas as instituições financeiras e mercados, ou se deve ser feita por agências especializadas para os setores bancário, securitário e de capitais; (ii) o papel do banco central em relação à regulação prudencial – *vide* seção 1.3; (iii) se a regulação de condutas também deve ser incluída por uma agência unificada, ou por agências especializadas.<sup>66</sup> Os próximos parágrafos procuram de analisar tais questões no âmbito dos modelos de regulação por setores, unificada e por objetivos.

## **2.1. Critérios legislativos para determinação de competência dos reguladores**

Existem conceitos institucionais e funcionais que determinam a competência do(s) regulador(es) financeiro(s) sobre os diferentes participantes do mercado e, a depender de como esses conceitos são delimitados, a competência dos reguladores pode restar aquém do desejado para promoção de uma regulação efetiva.

---

<sup>64</sup> Essa classificação é adotada por Wymeersch (2006); Cunningham e Zaring (2010); Huang e Schoenmaker (2015) e Goodwin (2016).

<sup>65</sup> À semelhança da primeira classificação proposta, há uma série de variações possíveis dentro de cada uma dessas categorias. O modelo de regulação setorial, que em regra determina três reguladores diferenciados, também admite um certo nível de integração entre suas agências, por exemplo entre os reguladores bancário e do mercado de capitais. Do mesmo modo, o modelo de regulação unificada pode prever a unificação da regulação prudencial apenas para algumas instituições financeiras, não abarcando todos os segmentos do mercado financeiro.

<sup>66</sup> LLEWELLYN, David T., **Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues**, junho de 2006, p. 3.

Historicamente, a maior parte das legislações que tratam do sistema financeiro utilizam uma combinação de conceitos institucionais (que se referem à caracterização jurídica das instituições, como por exemplo os bancos comerciais, bancos de investimento, seguradoras, corretoras de investimento etc.) e de conceitos funcionais (relacionados ao tipo de atividade financeira envolvida, como intermediação financeira, operações de seguros, emissão e intermediação de valores mobiliários etc.) para determinar a competência dos respectivos reguladores.

Essa atribuição de competências regulatórias de acordo com conceitos funcionais permitiu que os reguladores mantivessem, até o início deste século, o âmbito de aplicação da regulação em consonância com a evolução do mercado financeiro, uma vez que os novos produtos e serviços financeiros até então surgidos puderam ser enquadrados nos conceitos funcionais instituídos na legislação do sistema financeiro.

Com os recentes avanços no contexto da inovação tecnológica, porém, essa forma de atribuição de competência entre reguladores *pode se mostrar insuficiente para garantir uma regulação financeira efetiva*. Isso porque determinados fenômenos econômicos podem não ser abrangidos pelos conceitos funcionais clássicos – ficando, desse modo, à margem da regulação e fora da competência do(s) regulador(es) financeiro(s).<sup>67</sup>

Nesse sentido, uma segunda forma de instituir os critérios de competência dos reguladores tem sido observada em legislações recentes, como é o caso do Reino Unido<sup>68</sup> e da África do Sul.<sup>69</sup> Em ambos os casos, são utilizados conceitos universais, e não setoriais, para determinar a competência dos respectivos reguladores – de modo a alargar os limites de aplicação das estruturas regulatórias e mitigar a possibilidade de ocorrência de brechas. Nessas jurisdições, as atividades financeiras são englobadas no conceito de “serviços financeiros”,<sup>70</sup> ao passo que os produtos ofertados se enquadram na categoria de “produtos

<sup>67</sup> Conforme será visto na seção 3, várias empresas caracterizadas como Fintechs têm dificuldade em se enquadrar nas categorias de instituições e atividades financeiras legalmente fixadas.

<sup>68</sup> O Reino Unido instituiu um novo marco normativo para o setor financeiro por meio do *Financial Services Act*, em 2012.

<sup>69</sup> A África do Sul implementou o modelo twin peaks por meio de uma nova legislação para o setor financeiro em 2017, o *Financial Sector Regulation Bill*.

<sup>70</sup> A seção 1 do *Financial Sector Regulation Bill* (África do Sul) define serviço financeiro como “(a) any of the following activities conducted in the Republic in relation to a financial product, a foreign financial product, a financial instrument, or a foreign financial instrument: (i) Offering, promoting, marketing or distributing; (ii) providing advice, recommendations or guidance; (iii) operating or managing; (iv) providing administration services; (b) dealing or making a market in the Republic in a financial product, a foreign financial product, a financial instrument or a foreign financial instrument; (c) a payment service; (d) securities services; (e) an intermediary service as defined in section 1(1) of the Financial Advisory and Intermediary Services Act; (f) a service related to the buying and selling of foreign exchange; (g) a service related to the provision of credit, including a debt collection service [...] (h) a service provided to a financial institution through an outsourcing



financeiros”. As instituições que prestam tais serviços e ofertam tais produtos, por sua vez, são enquadradas no conceito geral de “instituições financeiras”.<sup>71</sup>

Os conceitos acima referidos englobam em uma *única categoria todos os participantes do sistema financeiro* – bem como *todas as atividades por ele oferecidas* –, não havendo separação em relação ao segmento de mercado no qual cada participante atua predominantemente. Essa abordagem resulta em um aumento do limite de aplicação da regulação, na medida em que os conceitos não estão adstritos a categorias setoriais próprias a cada regulador.

Assim sendo, a possibilidade de que haja fenômenos econômicos ocorrendo à margem da regulação é amplamente mitigada, garantindo uma maior efetividade à estrutura regulatória em questão.

Essa nova forma de atribuição de competência é especialmente relevante no contexto do surgimento de produtos e serviços financeiros “complexos” (tal fenômeno será analisado em detalhe na seção 3.1.2 deste trabalho), os quais não se enquadram nas categorias clássicas constituídas no mercado financeiro.<sup>72</sup> Nesse contexto, os riscos advindos de novos agentes e atividades financeiras podem ser acessados pelos reguladores do sistema financeiro.

Para dar concretude às considerações trazidas, vejamos a atribuição de competências estabelecida para os reguladores no Brasil. No contexto pátrio, a competência dos reguladores está diretamente ligada aos conceitos funcionais e institucionais da regulação.

Desse modo, o BCB resta responsável por regular instituições financeiras que realizem a atividade de intermediação financeira, nos termos do art. 17 da Lei nº 4.595, de 1964, ao passo que a CVM regula as atividades de emissão, distribuição, negociação e intermediação de valores mobiliários, bem como os participantes que auxiliam no desenvolvimento dessas

---

*arrangement; (i) any other service provided by a financial institution, being a service regulated by a specific financial sector law; and (j) a service designated by the Regulations for this section as a financial service.”. SOUTH AFRICA. **Financial Sector Regulation Bill**, 2017. Já a seção 2 do *Financial Services and Market Act* (Reino Unido), descreve o termo “atividade regulada” como “An activity is a regulated activity for the purposes of this Act if it is an activity of a specified kind which is carried on by way of business and— (a) relates to an investment of a specified kind; or (b) in the case of an activity of a kind which is also specified for the purposes of this paragraph, is carried on in relation to property of any kind”. UNITED KINGDOM. **Financial Services and Market Act**, 2000.*

<sup>71</sup> A seção 1 do *Financial Sector Regulation Bill* (África do Sul) define instituição financeira como “any of the following, other than a representative: (a) a financial product provider; (b) a financial service provider; (c) a market infrastructure; (d) a holding company of a financial conglomerate; or (e) a person licensed or required to be licensed in terms of a financial sector law”. SOUTH AFRICA. **Financial Sector Regulation Bill**, 2017.

<sup>72</sup> Por exemplo, se um produto financeiro inovador reunir elementos próprios dos mercados securitários e bancários, ele corre o risco de se situar numa “brecha” entre os respectivos reguladores setoriais. De acordo com essa técnica legislativa, esse produto restará enquadrado no conceito de “produto financeiro”, ainda que suas características não sejam facilmente enquadradas no conceito de “valor mobiliário”, “empréstimo”, “seguro” etc.

atividades, nos termos da Lei nº 6.385, de 1976. Já à SUSEP compete regular o mercado de seguros com base no conceito funcional de “contrato de seguro”, nos termos do Decreto-Lei nº 73, de 1966. Como se pode notar, a atribuição de competências aos reguladores de acordo com atividades específicas do mercado *contribui para perda de efetividade da regulação* nas duas dimensões previamente especificadas: tanto do âmbito do cumprimento dos objetivos regulatórios (na medida em que os reguladores acabam promovendo objetivos similares dentro de seus respectivos segmentos de mercado) quanto em relação aos limites de aplicação da regulação. Na medida em que se estabelecem “caixas” pré-determinadas para atuação dos reguladores, também se torna mais fácil o surgimento de brechas regulatórias, na medida em que não são adotados critérios de determinação de competência universais – como aqueles empregados nos diplomas legais do Reino Unido e da África do Sul acima referidos. Nesses casos, a atribuição de competências é feita pela legislação não com base nos conceitos funcionais, mas sim no próprio objetivo regulatório o qual o(s) regulador(es) deve(m) perseguir. Desse modo, suas atribuições não estão restritas a determinados segmentos de mercado, possuindo competência para regular todos os participantes e todas atividades financeiras necessários ao cumprimento do respectivo mandato legal.<sup>73-74</sup>

## 2.2. Regulação por setores

Conforme mencionado, o modelo atualmente caracterizado como regulação por setores engloba características dos modelos institucional e funcional. Na maior parte das jurisdições – como aconteceu no Brasil – a ampliação das atividades desenvolvidas pelas instituições financeiras para além de seu mercado original, transbordando sua atuação para outros segmentos do mercado (por exemplo, bancos emitindo títulos com características de valores mobiliários ou atuando na distribuição de produtos securitários),<sup>75</sup> levou os

<sup>73</sup> A descrição de competências do regulador de condutas da Austrália, ASIC, demonstra de forma clara que o rol de poderes a ela atribuídos perpassa as divisões dos segmentos de mercado clássicos: “*ASIC’s regulatory framework covers a wide range of financial products including securities, derivatives, general and life insurance, superannuation, margin lending, carbon units, deposit accounts and means of payment facilities*”, disponível em <<http://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services>>.

<sup>74</sup> À título de exemplo, o *Financial Services Act* de 2012 (Reino Unido) estabelece a competência do regulador de condutas, nos termos da seção 1, para assegurar o grau de proteção apropriada aos consumidores; proteger e aprimorar a integridade do sistema financeiro; e promover competição efetiva nos serviços financeiros.

<sup>75</sup> Importante frisar que, a depender da organização do mercado financeiro, a diferenciação entre os modelos funcional e institucional pode se mostrar de difícil constatação, na medida em que instituições não são especializadas em ramos de atividade específicos, cf. “*The distinction between institutional and functional regulation and supervision is of little significance when financial institutions are specialized in narrow business areas, for then functions and institutions are co-extensive. Thus regulating banks is the same as regulating the*

formuladores de políticas públicas a revisarem sua legislação para atrelar sua competência à atividade desenvolvida pela instituição financeira, independentemente de sua caracterização jurídica.<sup>76</sup>

A adoção de critérios funcionais ocasionou um aumento no limite de aplicação da regulação, de modo que os respectivos reguladores setoriais ganharam competência para regular instituições que formalmente estavam em outros mercados. Essa transição corrige uma das principais limitações do modelo institucional, que diz respeito a sua incapacidade de reconhecer as diferentes atividades que podem ser realizadas dentro de uma mesma instituição.<sup>77</sup> Um segundo aprimoramento diz respeito à diminuição do risco de tratamento diferenciado para produtos e serviços financeiros idênticos, na medida em que a sua natureza que determina o regulador responsável pela sua supervisão (e não mais a caracterização jurídica do agente financeiro).

Tem-se, neste caso, um exemplo claro de mudança na estrutura regulatória com a finalidade de adaptá-la a uma nova realidade do mercado financeiro. Ainda que mantida a divisão genérica de reguladores setoriais, a adoção de critérios de regulação funcionais permite a supervisão de instituições que formalmente figuram em um segmento regulado, mas que desenvolvem atividades próprias de outro segmento de mercado. Por exemplo, se um banco oferta publicamente valores mobiliários (conceito eminentemente funcional), deve se submeter às regras aplicáveis aos demais emissores de valores mobiliários – e.g. companhias de capital aberto, fundos de investimento etc.<sup>78</sup> Nesse caso, uma instituição clássica do mercado bancário encontra-se sob a jurisdição (ainda que limitada), do regulador do mercado de capitais.

---

*business of banking, and regulation designed to focus upon particular functions immediately identifies the relevant institutions. When, on the other hand, financial institutions are diversified, the distinction between function and institution is more complex*". GOODHART, Charles. A.; HARTMANN; Philipp; LLEWELLYN, David. T.; ROJAS-SUAREZ, Liliana; and WEISBROD, Seven, **Financial Regulation: Why, How and Where Now?**, London: Routledge, 1998, p. 144. Ainda assim, essa forma de organização de Mercado relativamente simples não guarda correspondência com as experiências regulatórias dos mercados financeiros desenvolvidos.

<sup>76</sup> É o caso da revisão do conceito de valor mobiliário promovida pela Lei nº 10.303, de 2001, que incluiu a definição aberta do inciso IX do art. 2º da legislação de valores mobiliários – Lei nº 6.385, de 1976, conforme discorrido na seção 1.4.2.

<sup>77</sup> Cf. *"The Institutional Approach is based on a business model that, to a large extent, no longer exists. Many large financial firms are involved in a cross-section of products and services rather than in the monoline activities of the past. Indeed, they tend to operate along business lines without regard to legal status of the entities in which the activity is technically situated or recorded for regulatory purposes"*. GROUP OF 30. **The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace**, 2008, p. 34

<sup>78</sup> No Brasil, o caso clássico que determinou a aplicação das regras do mercado de valores mobiliários às ofertas públicas realizadas por bancos comerciais foi o das cédulas de crédito bancário – CCB, títulos de crédito emitidos por bancos cuja competência para regulá-las foi reconhecida pela CVM. Tal caracterização foi dada no julgamento do Processo CVM Nº RJ2007/11.593, *vide* nota 9.

Ainda que solucione em parte o problema da assimetria regulatória entre produtos e serviços financeiros similares (dado que determinadas atividades financeiras são reguladas independente da caracterização jurídica da instituição financeira emissora), o modelo funcional mantém ainda a divisão por “caixas”, segundo a qual cada regulador é responsável por determinada parcela do mercado financeiro.<sup>79</sup> O modelo de regulação setorial tem suas vantagens e desvantagens sistematizadas na tabela a seguir:

| <b>Tabela 3 – Modelo de regulação setorial</b>  |   |
|---|---|
| <b>Vantagens</b>  | <b>Desvantagens</b>   |
| Regulador tem visão prudencial mais detalhada dos participantes, na medida em que se especializa em segmentos específicos do mercado, sejam em bases puramente institucionais ou também funcionais. | Não há um olhar global dos reguladores a respeito do mercado financeiro como um todo, tendo em vista que este observa os setores bancário, securitário e de capitais isoladamente.                    |
| Maior especialização dos reguladores em relação ao funcionamento de determinadas instituições.  | Modelo é estático e coloca sob a competência de vários reguladores a instituição financeira que realiza atividades próprias de segmentos de mercado diferentes (crédito, investimento, seguros etc.). |
| Endereça de modo satisfatório mercados menos complexos nos quais o grau de inovação de produtos e serviços financeiros é limitado, com instituições clássicas mantendo suas atribuições primárias.  | Potencial existência de regimes diferenciados para produtos e serviços financeiros com as mesmas funções em mercados diferentes (principalmente no modelo setorial com bases institucionais).         |
|   | Não avalia de modo efetivo os riscos atrelados aos conglomerados financeiros, que restarão sob a responsabilidade de diferentes reguladores.  |
|   | Reguladores são responsáveis por regular aspectos prudenciais e de conduta para um setor específico, podendo preterir uma finalidade em detrimento da outra.  |
|   | Risco de surgimento de “brechas” regulatórias na medida em que surgem produtos e serviços inovadores que não são facilmente categorizados no âmbito da regulação.                                     |
|   | Pressupõe um alto nível de coordenação e cooperação entre reguladores para exercerem uma regulação eficiente sobre instituições.  |

<sup>79</sup> Conforme será argumentado, esse modelo setorial possui diversas ineficiências que – a depender das características próprias de cada mercado – poderiam comprometer a efetividade das políticas que visam proteger o sistema financeiro. A principal limitação deste modelo, colocada pela literatura estrangeira, é que ele não consegue lidar com problemas que atinjam o sistema financeiro como um todo. Isto porque os reguladores separados irão conduzir sua regulação de acordo com mandatos específicos, sem dialogar entre si.

O modelo de regulação setorial possui, portanto, desvantagens principalmente no contexto de mercados financeiros complexos, cujos produtos e serviços financeiros ofertados possuem características perpassam diferentes mercados.<sup>80</sup> Desse modo, segundo a doutrina que analisa os modelos de regulação, há um limite no âmbito de aplicação do modelo setorial que pode comprometer a adoção dessa estrutura regulatória no contexto dos mercados financeiros complexos e desenvolvidos, prejudicando a efetividade desta estrutura regulatória. Somado a isso, tal sistema também possui desvantagens do ponto de vista da eficiência.

### 2.3. Regulação unificada

Alguns autores colocam a estrutura de “regulador único” – no qual são incluídos dentro de uma mesma instituição os reguladores dos setores bancário, securitário e de mercado de capitais – como solução para grande parte dos problemas associados ao modelo anterior. Tal modelo de regulação não desconsidera por completo as diferenças existentes entre os diferentes segmentos de mercado, mas estabelece que cabe a um único regulador determinar a regulação prudencial e de condutas no âmbito dos bancos, seguradoras, bancos de investimento, fundos de investimento, companhias abertas etc.<sup>81</sup>

Vários autores – principalmente no início deste século XXI – argumentaram pela adoção do modelo de regulação unificada como forma de aumentar a efetividade da regulação financeira, em razão da ampliação do limite de aplicação da regulação, de modo a cobrir a

---

<sup>80</sup> Muitos autores sustentam que os custos regulatórios associados ao modelo de regulação setorial superam os benefícios advindos desse modelo, principalmente em países nos quais as instituições financeiras são consolidadas e/ou desenvolvem atividades próprias de vários setores clássicos, cf. *“Our discussion suggests that there are some limited pluses to a system with multiple agencies, but these pluses are in this case clearly overwhelmed by the coordination costs we have identified. Given that many supervised financial institutions operate in all three of those areas, the argument suggests that insurance, securities and banking supervisors should be further integrated”*. GARICANO, Luis; LASTRA Rosa M. **Towards a New Architecture for Financial Stability: Seven Principles**. CEP Discussion Paper, nº 990, julho de 2010, p.8 .

<sup>81</sup> A utilização de um modelo de regulador único não significa o mesmo conjunto de regras será aplicável a todas as instituições financeiras nem que a legislação do sistema financeiro será ser unificada. Um exemplo dessa separação, mesmo no modelo de regulação unificada, é o caso alemão, cujas legislações para regulação dos mercados bancário, securitário e de capitais permanecem distinta, cf. *“although financial services supervision has been organized in a single body, this does not mean that existing sectoral differences between the banking and insurance businesses will be disregarded. These differences have led to the development of specific supervisory methods and rules for Banks and insurance companies which have proved to be successful”*. LASTRA, Rosa M. The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe. **Columbia Journal of European Law**, n. 49, 2003, p. 52.

existência de “brechas regulatórias” e evitar a arbitragem regulatória no âmbito das instituições do mercado financeiro.<sup>82-83</sup>

Em relação ao modelo de regulação unificada, é preciso salientar que sua configuração também comporta uma série de especificidades no âmbito das jurisdições que o adotam. Enquanto algumas instituições estabelecem que a regulação prudencial do regulador único se dará somente em relação a determinadas instituições financeiras (como bancos e seguradoras), outras estendem essa regulação prudencial para as instituições que atuam no âmbito do mercado de valores mobiliários.<sup>84</sup>

Essa falta de padronização entre as diferentes jurisdições dificulta a atribuição de vantagens e desvantagens universais ao modelo. Isso porque o grau de unificação dentro de uma agência pode ser alto (por meio da qual há uma estrutura física e de pessoal única para toda a agência) ou baixo (por exemplo, quando os setores responsáveis pelos diferentes tipos de regulação são segmentados e não interagem entre si). Assim, o modo de implementar o modelo de regulação unificada mostra-se um fator essencial a ser discutido nas jurisdições que resolvem adotá-lo, tendo em vista que há um amplo grau de liberdade que os formuladores de políticas públicas têm ao estruturarem tal modelo.

Isso porque caberá ao próprio regulador determinar suas prioridades regulatórias dentro de um contexto no qual ele tem competência para regular a quase totalidade do setor financeiro. Ao passo que o limite de aplicação do regulador é ampliado, também se amplia o rol de decisões que estes deverão tomar de modo a compatibilizar os diferentes princípios que justificam a regulação financeira. Se nos dois outros modelos estudados esse grau de liberdade é limitado pela própria estrutura regulatória instituída por legislação (dado que existem múltiplas agências para regular o mercado com competências divididas), aqui há uma “delegação” de decisões de política pública do legislador para o regulador.

A tabela a seguir sumariza as vantagens e desvantagens do modelo ora em análise:

---

<sup>82</sup> Outro aspecto utilizado para defesa do modelo de regulação única diz respeito à redução de custos de observância decorrente da eliminação de regulações duplicadas.

<sup>83</sup> Para uma análise aprofundada dos motivos que substanciam a adoção do modelo de regulador único, v. ČIHÁK, Martin; PODPIERA Richard. **Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision**, IMF Working Paper n. 06/57, março de 2006.

<sup>84</sup> LUMPKIN; Stephen. Organisation for Economic Co-operation and Development. **Supervision of Financial Services in the OECD Area**, 2002, p. 13. Nesse sentido, o autor fundamenta que a variedade de arranjos institucionais possíveis para o modelo de regulação unificada “sugere que o conceito de um ‘regulador integrado’ não é particularmente bem definido”. Apesar se concordamos com a ampla gama de possibilidades de arranjos dentro deste modelo, preferimos adotar a segunda classificação anteriormente citada, que classifica o regulador unificado como um dos três modelos regulatórios predominantes.

| Tabela 4 – Modelo de regulação unificada  |   |
|---|---|
| Vantagens   | Desvantagens  |
| Melhor visão prudencial dos conglomerados financeiros.  | Agências muito poderosas que não conseguem exercer suas prerrogativas de modo efetivo.                |
| Abarca todo o sistema financeiro, com seus participantes e atividades por eles prestadas, de modo a diminuir a arbitragem regulatória.      | Sobreposição de objetivos dentro de uma mesma agência.  |
| Redução nos custos de regulação do ponto de vista dos reguladores e do mercado.   | Conflitos de objetivos dentro da agência são internalizados, sem a transposição para esfera política. |
| Acompanha a evolução do mercado na medida em que a competência dos reguladores não esbarra no surgimento de produtos e serviços inovadores. | Necessidade de “setorizar” a organização única de modo que contenha várias agências dentro de si.     |

Ainda que, do ponto de vista da redução de custos, tal estrutura regulatória apresente enormes benefícios,<sup>85</sup> sua capacidade de promover o cumprimento dos objetivos de regulação de forma harmônica pode se mostrar prejudicada. Essa possível perda da efetividade decorrente da instituição de um único regulador tem sido objeto de críticas crescentes por parte da doutrina desde início deste século.

O argumento central dessa tese seria de que “as diferenças de objetivos e culturas [dentro de uma mesma organização] acabariam por produzir uma instituição difícil de ser gerida e sem um foco claro dentro das várias tarefas pelas quais ela é responsável”.<sup>86</sup> Nas palavras de Chales Goodhart *et. al.* tais estruturas unificadas seriam “grandes demais para serem efetivas” ou “com muitas competências e sem nenhuma competência”.<sup>87-88</sup>

<sup>85</sup> Na visão das jurisdições que adotaram esse modelo, a grande vantagem a ele atribuída diz respeito à redução dos custos de regulação, tanto do ponto de vista dos reguladores quanto do mercado, garantindo uma maior eficiência para a regulação como um todo. Na medida em que há um único regulador, os custos institucionais são extremamente mitigados, já que o a regulação se dará dentro de uma única organização. Do ponto de vista do mercado, os custos de observância também são diminuídos drasticamente, já que os regulados serão supervisionados por uma única instituição. Reduz-se, com isso, a ocorrência de regulações sobrepostas (ou “*regulatory overlap*”) normalmente associadas ao modelo de regulação setorial, no qual uma instituição financeira a qual presta serviços financeiros diversificados está sujeita a diferentes reguladores.

<sup>86</sup> LLEWELLYN, David T., **Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues**, junho de 2006, p. 26.

<sup>87</sup> GOODHART, Charles. A. *et. al.*, **Financial Regulation: Why, How and Where Now?**, 1998, p. 155.

<sup>88</sup> Além da falta de objetivos bem delimitados, os custos de coordenação internos dentro de um mesmo regulador poderiam ser equiparáveis aos custos de coordenação entre reguladores separados, cf. “*A single regulator might not have a clear focus on the objectives and rationale of regulation, and might not make the necessary differentiation between different types of institutions. Even if the different regulatory requirements of different types of firms were managed with specialist divisions of a mega regulator, it is not self evident that supervisors within the same organization but responsible for different types of business would necessarily communicate and co-ordinate more efficiently and closely than they would within different, specialist regulatory agencies*”. GOODHART, Charles. A. *et. al.*, *Op. Cit.*, p. 153.

As desvantagens do modelo de regulação unificada ganharam destaque, do ponto de vista dos doutrinadores e reguladores, após a crise financeira global, na qual alguns países que adotavam esse modelo sofreram prejuízos significativos no âmbito dos respectivos mercados financeiros. O caso mais emblemático é o do Reino Unido, que após a crise optou por substituir seu modelo de regulação unificada (instituído em 2002) pelo modelo *twin peaks*. No caso específico, a principal falha regulatória atribuída à *Financial Services Authority* – FSA (regulador único) esteve relacionada à incapacidade desta em lidar com diferentes objetivos regulatórios. Na medida em que estava responsável por implementar os dois principais tipos de regulação – regulação de condutas e regulação prudencial – o regulador acabou priorizando a regulação de condutas. Nesse sentido, a grande desvantagem do modelo seria a sua falta de direcionamento, já que está responsável pela implementação de diversos objetivos regulatórios no âmbito do mercado financeiro como um todo. Tal análise sobre os crescentes questionamentos relacionados ao modelo de regulação unificada será realizada na seção 4.

Por fim, cabe mencionar que, ainda que o modelo de regulação unificada tenha sofrido críticas por parte dos doutrinadores nos últimos anos, sua efetividade pode se mostrar adequada em certas jurisdições. Nesse sentido, ele permanece sendo adotado em países como Japão, Alemanha, Noruega, Singapura, Suécia e Finlândia – o que demonstra que os benefícios desse modelo de regulação podem superar as desvantagens atribuídas a ele.

Em uma tentativa de analisar quais estruturas de mercado seriam mais factíveis de terem o modelo de regulação unificada como “ótimo”, Michael Taylor e Alex Fleming analisaram os países europeus nórdicos, que adotam o modelo de regulador único com relativo sucesso. Os autores chegam à conclusão que o referido modelo tende a propiciar uma regulação efetiva quando três características estruturais estão presentes: (i) o mercado financeiro é relativamente pequeno, de modo que uma mesma organização consegue endereçar os riscos a ele inerentes sem que haja perda ou confusão entre seus objetivos; (ii) os serviços financeiros são prestados de modo altamente integrado;<sup>89</sup> e (iii) a presença de conglomerados financeiros que atuam nos setores bancário, securitário e de capitais.<sup>90</sup> Vê-se,

---

<sup>89</sup> Cf. “If the small country rationale does not evidently apply, the second stage of the decision tree is to consider the degree of concentration in the financial services sector. The Scandinavian financial services sectors are highly concentrated, with comparatively few financial groups accounting for the preponderance of financial sector assets, and there is little doubt that this has been an important contributory factor in the decision to establish a [integrated agency]”. TAYLOR, Michael; FLEMING, Alex. **Integrated Financial Supervision: Lessons of Northern European Experience**, 1999, p. 27.

<sup>90</sup> Cf. “To the extent that securities or insurance markets do exist, the primary institutions operating in them are usually banks offering a full range of financial services. This gives rise to a variation on the financial conglomeratization justification for the creation of an [integrated agency]. Given that banks are the central institutions in the financial system, with non-bank financial intermediaries relegated to a largely peripheral role,



mais uma vez, que a viabilidade do modelo regulatório no caso concreto está intimamente ligada à estrutura específica dos mercados financeiros nacionais e regionais.

## 2.4. Regulação por objetivos

O modelo de regulação por objetivos ou *twin peaks* se apresenta como um modelo alternativo àqueles anteriormente apresentados, mitigando desvantagens relacionadas à efetividade das estruturas regulatórias na medida em que a competência dos reguladores é determinada de acordo com os objetivos gerais perseguidos pela regulação financeira. Segundo sua concepção original, o desenho institucional dos reguladores deve seguir um modelo no qual fossem criados dois tipos de reguladores: o primeiro focado na proteção ao investidor e na formulação de regras de condutas; e o segundo focado em preocupações prudenciais referentes à estabilidade e higidez do sistema financeiro e das instituições que o compõem.

Em vista às limitações do modelo de regulador único, alguns autores definem o modelo *twin peaks* como uma estrutura regulatória melhor promove a efetividade na regulação financeira. Para os defensores esta estrutura, ela mitigaria a falha do modelo setorial relacionada ao reduzido limite de aplicação da competência regulatória, ao mesmo tempo em que eliminaria as desvantagens do modelo de regulador único no contexto da dificuldade de harmonização dos objetivos de regulação financeira.<sup>91</sup>

A seguir estão as vantagens e as desvantagens atribuídas ao referido modelo pela doutrina majoritária:

| Tabela 5 – Modelo de regulação por objetivos  |   |
|---|---|
| Vantagens   | Desvantagens  |
| Reguladores com objetivos bem delimitados e alinhados com as falhas de mercado que a regulação econômica visa endereçar, não havendo prevalência de determinado objetivo sobre os demais. | Não há um olhar único dos reguladores a respeito das instituições, as quais são reguladas por dois reguladores, quando apresentam riscos prudenciais e de condutas. |

*the case for integrated supervision becomes much stronger*”. TAYLOR, Michael; FLEMING, Alex. *Op. cit.*, p. 29.

<sup>91</sup> Cf. “*The proposed structure would eliminate regulatory duplication and overlap; it would create regulatory bodies with a clear and precise remit; it would establish mechanisms for resolving conflicts between the objectives of financial services regulation; and it would encourage a regulatory process which is open, transparent and politically accountable*”. GOODHART, Charles. A. *et. al.*, **Financial Regulation: Why, How and Where Now?**, 1998, p. 158.

|  |   |
|--|---|
| Normas de conduta, principalmente para investidores de varejo, são separadas das regras prudenciais, não havendo sobreposição entre objetivos numa mesma agência.            | Risco de duplicação de custos sobre uma mesma instituição, mesmo que este seja mitigado em relação ao modelo de regulação por setores.                |
| Privilegia os dois tipos de mentalidades e de cultura próprias dos reguladores (focando em conduta ou prudência), otimizando os esforços e o conhecimento de cada regulador. | Pressupõe um alto nível de coordenação e cooperação entre reguladores para exercerem uma regulação eficiente sobre instituições duplamente reguladas. |
| Acompanha a evolução do mercado na medida em que a competência dos reguladores não esbarra no surgimento de produtos e serviços inovadores                                   | Custos institucionais e de compliance maiores quando comparados ao modelo de regulação unificada.   |
| Avalia de modo eficiente os riscos atrelados aos conglomerados financeiros, que restarão sob a responsabilidade de diferentes reguladores.                                   |   |
| Permite uma melhor responsabilização dos reguladores pelo cumprimento de mandatos claramente estabelecidos.  |   |

Conforme se pode inferir da tabela acima, os principais benefícios atribuídos ao modelo de regulação por objetivos dizem respeito à promoção dos objetivos da regulação de modo claro, sem que um deles se sobreponha aos demais. Nesse sentido, há um regulador de condutas, um regulador microprudencial e um terceiro macroprudencial (sistêmico), os quais perseguirão seus objetivos de modo transversal no mercado financeiro, mitigando os problemas advindos da sobreposição de objetivos próprios dos modelos de regulação setorial e unificada. Essas vantagens serão exploradas em maior detalhe nas próximas seções. Em contrapartida, a principal desvantagem atribuída ao modelo *twin peaks* diz respeito ao aumento dos custos regulatórios em comparação com o modelo de regulação unificada.

Nesse contexto, cabe aos formuladores de políticas públicas avaliar se esse aumento nos custos regulatórios se sobrepõe aos benefícios advindos de uma maior efetividade no cumprimento dos objetivos da regulação. A seção 4 deste trabalho analisa, de forma minuciosa, o modelo regulatório em questão – e as vantagens e desvantagens a ele associadas tendo em vista a prática do mercado financeiro.

## **2.5. Conclusões preliminares da primeira parte e considerações no contexto do mercado financeiro brasileiro**

A primeira parte desse trabalho cuidou de expor, nos termos do primeiro problema de pesquisa específico, as principais características que delimitam uma estrutura regulatória eficiente (seção 1), e como os diferentes modelos de regulação financeira procuram garantir essa efetividade, seja por meio do estabelecimento dos reguladores de acordo com os setores do mercado financeiro, ou com base nos objetivos regulatórios fixados para cada regulador.

Conforme foi citado no início desta segunda seção, apesar da classificação dos diferentes modelos de regulação sugerir que cada um deles é substancialmente diferente do outro, a transição de um modelo para outro não precisa necessariamente envolver uma ruptura institucional brusca dentro da respectiva jurisdição.

A evolução dos critérios de determinação de competência dos reguladores dentro de um mesmo modelo (por exemplo, a evolução do modelo institucional para o funcional dentro da regulação por setores) já demonstra que é possível migrar de uma estrutura regulatória para outra de forma gradativa. Mais do que isso, é curioso perceber que a adoção de critérios funcionais no âmbito da regulação setorial já torna a atividade dos reguladores, em certa medida, moldada por objetivos – ainda que esses objetivos não estejam delimitando a competência de cada regulador com base no diploma legal.

O modelo de regulação adotado no Brasil é um bom exemplo para ilustrar como o modelo de regulação setorial vem migrando, aos poucos, para um modelo cada vez mais baseado em objetivos. A competência da CVM, como regulador do mercado de capitais, foi expandida de modo substancial por meio da Lei nº 10.303, de 2001, que introduziu o inciso IX no art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, passando a adotar não mais um conceito formal de “valor mobiliário”, mas sim um conceito material.

De acordo com a referida mudança legislativa, caracteriza-se como valor mobiliário:

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Esse conceito aberto de valor mobiliário, com base na definição de contrato de investimento coletivo, permitiu à CVM enquadrar diversas modalidades de investimento que foram entendidos como sendo de sua competência (por exemplo, CEPAC, CCB, condo-hotéis etc.), ainda que não estivesse nominalmente listado no rol de títulos do art. 2º da Lei nº 6.385,

de 1976. A adoção desse critério funcional, portanto, permitiu que a CVM exercesse sua *expertise* – que está claramente vinculada à regulação de condutas dado que sua atuação se dá no âmbito do mercado de capitais – para todos os produtos que estivessem enquadrados no conceito de “contrato de investimento coletivo”. Somado a isso, a decisão da CVM no âmbito do Processo CVM Nº RJ2007/11.593, que determinou que tais títulos de crédito são caracterizados como valor mobiliário (desde que ofertados publicamente e sem que o risco de crédito fique com a instituição financeira) possibilitou uma abertura ainda maior do limite de atuação desta autarquia, na medida em que trouxe para sua competência títulos cuja caracterização seria eminentemente bancária. Interessante o comentário feito por Otavio Yazbek sobre o referido julgado:

O fato de que, com as mudanças [relacionadas à caracterização de títulos de crédito como valor mobiliário], a competência da CVM se estendeu além do campo que antes lhe era estritamente designado, o mercado de capitais, levando a autarquia, cada vez mais, a assemelhar-se a uma reguladora especializada em condutas de mercado (grifou-se).<sup>92</sup>

Interessante notar que a constatação feita pelo autor vem a reiterar a posição de que, no caso de um modelo de regulação setorial no qual a competência do regulador do mercado de capitais advenha de critérios funcionais (como é o caso da definição de valor mobiliário), sua atuação perpassa o mercado de capitais e, com isso, se aproxima da atuação desenvolvida por um regulador de condutas.

Um segundo aspecto que precisa ser considerado, porém, é a exclusão expressa da competência da CVM estabelecida no § 1º da Lei nº 6.385, segundo o qual este regulador não pode exercer a função reguladora nos casos dos “*títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures*”. O referido artigo faz uma reserva para a competência do BCB do caso dos produtos ofertados e de responsabilidade direta nas instituições depositárias e demais agentes regulados pelo BCB.

Nesses casos, ainda que o título ou contrato ofertado publicamente tenha características de valor mobiliário, não estará sob a tutela da CVM para fins de estabelecimento de normas de conduta e/ou transparência. O mesmo se aplica, por exemplo, aos contratos de seguro, os quais se inserem na esfera de competência da SUSEP, que é a agência reguladora responsável por regular esse tipo de investimento em todas as suas variáveis – prudencial, sistêmica e de condutas.

---

<sup>92</sup> Cf. “”. YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 230.

Do ponto de vista da atuação da CVM como “regulador de condutas”, tal previsão tira uma parte substancial do mercado financeiro da jurisdição desta agência reguladora, tendo em vista o grande rol de produtos financeiros com características de investimento. Nesse sentido temos a opinião de Marcelo Trindade:

Com o advento da Lei 10.303/01 o Brasil adotou o chamado conceito aberto de valor mobiliário, previsto no inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/76, que exige apenas a existência de oferta ao público para que a promessa de rentabilidade ou de parceria seja submetida à supervisão da CVM. As exclusões expressas da Lei constam do §1º do art. 2º, e ficam por conta dos títulos da dívida pública e dos “títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira”, significando os títulos de responsabilidade dos bancos e demais instituições supervisionadas pelo Banco Central. Também os produtos securitários e de previdência estão excluídos da supervisão da CVM. Ocorre que as normas de exclusão não fazem mais sentido, porque o limite entre os produtos e serviços é cada vez mais tênue. Não é surpresa, portanto, que instituições financeiras que atuem nos ramos bancário e de mercado de capitais no Brasil tenham de obedecer a regras diferenciadas de suitability para adequação de produtos financeiros oferecidos ao perfil do investidor – tanto aquelas emitidas pelo BCB (Resolução nº 4.283, de 2013), quanto pela CVM (Instrução nº 539, de 2013).<sup>93</sup>

Ainda sobre o papel da CVM, o referido autor critica o papel da CVM como regulador prudencial, ao afirmar que “CVM não tem, reconheça-se, experiência em regulação prudencial. E o que é mais importante, é duvidoso que tenha a vocação para exercê-la”.<sup>94</sup>

O que se percebe das considerações acima é que, ainda que o regime de divisão de competências no Brasil estimule a CVM a exercer maior protagonismo na regulação de condutas, enquanto o BCB cuida de aspectos da regulação prudencial em sentido amplo, a estrutura regulatória vigente no país ainda está distante do modelo de regulação por objetivos que se vê nos países que adotam o sistema, como é o caso do Reino Unido, Austrália e África do Sul.

Ainda assim, tais considerações são importantes para demonstrar que os custos de transição relacionados a uma possível mudança da estrutura regulatória pátria não poderiam ser mitigados na medida em que essa divisão por objetivos já foi introduzida em nosso ordenamento jurídico, ainda que de forma incipiente. Para futuras análises sobre o tema, vale considerar quais são as maiores falhas no âmbito da estrutura regulatória brasileira em razão da adoção do modelo de regulação setorial – ou, em outras palavras, quais os produtos e serviços financeiros que carecem de uma regulação de condutas por parte da CVM, e quais as instituições que não se inserem no âmbito da regulação prudencial do BCB.

<sup>93</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. **Regulação e auto-regulação no Brasil e a crise internacional**, 2009, p. 47.

<sup>94</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Op. Cit.*, p. 45.

## PARTE II – TRANSFORMAÇÕES NO MERCADO FINANCEIRO E IMPACTOS NOS MODELOS DE REGULAÇÃO EXISTENTES

### 3 – EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA DE MERCADO NO CONTEXTO DAS INOVAÇÕES FINANCEIRAS

#### 3.1. Evolução da estrutura de mercado

Durante a primeira parte deste trabalho, foram expostas as principais características teóricas dos modelos de regulação, no intuito de visualizar as vantagens e desvantagens de cada modelo do ponto de vista da (i) promoção dos objetivos da regulação financeira de forma harmônica, sendo tais objetivos atribuídos a um ou mais reguladores a depender do modelo instituído; e (ii) da delimitação do limite de aplicação de cada um dos modelos propostos.

Várias jurisdições vêm realizando estudos de longo prazo a fim de acessar a efetividade de seus modelos e determinar o modelo ideal de regulação financeira de acordo com o contexto do respectivo mercado financeiro doméstico. Nesse sentido, a segunda parte desse trabalho pretende fazer uma análise prática a respeito da estrutura de mercado e dos modelos de regulação, contrapondo as análises teóricas realizadas anteriormente.

Nesse sentido, esta terceira seção expõe as principais evoluções na estrutura de mercado nos últimos anos, principalmente no contexto das inovações financeiras. Pretende-se demonstrar como as transformações ocorridas neste mercado impactam nos próprios modelos de regulação, demandando a sua reformulação em certos casos.<sup>95-96</sup>

---

<sup>95</sup> Sobre a importância em se considerar a prática do mercado financeiro no estudo das estruturas regulatórias, temos “*Because the institutional structure of supervision and various country-specific factors are intertwined, to achieve a thorough understanding of financial supervisory regimes in practice it is necessary to look beyond the basic structure to see how supervision is actually being conducted in various countries [...] At a minimum, the existence of a regional dimension to financial supervision makes it difficult to capture the structure of supervision in a simple framework, and jurisdictional issues of this sort can also impede the use of some approaches to financial supervision*”. LUMPKIN; Stephen. Organisation for Economic Co-operation and Development. **Supervision of Financial Services in the OECD Area**, 2002, p. 17.

<sup>96</sup> Como exemplo dessas mudanças estruturais, temos as reorganizações decorrentes do surgimento de conglomerados financeiros – em um movimento no qual várias jurisdições optaram por migrarem para o modelo de regulação unificada – e que se provou ineficiente em alguns países, principalmente em decorrência da crise financeira global, como no caso do Reino Unido que optou pela migração para o modelo de regulação por objetivos em 2012. No caso inglês, a existência de conglomerados estabelecidos no final da década de 90 foi o elemento central que levou a criação da *Financial Services Authority* – FSA, cf. “*Data for early 1998, collected as the FSA was taking organisational shape, show a large number of firms with multiple authorisations from the (then) separate UK regulators. Eight firms (including HSBC, Halifax, Abbey National and the Royal Bank of*

A fim de analisar os principais fenômenos econômicos que modificaram a estrutura do mercado financeiro nas últimas duas décadas, e como eles que impactaram, em maior ou menor grau, as estruturas regulatórias vigentes, dividimos esta subseção em quatro itens: (a) formação de conglomerados financeiros; (b) inovação financeira e surgimento de novos produtos e serviços que não se enquadram nas categorias regulatórias anteriores; (c) desintermediação financeira; e (d) globalização e internacionalização dos mercados financeiros nacionais.

### *3.1.1. Formação de conglomerados financeiros*

O fenômeno da formação de conglomerados financeiros foi bastante estudado e discutido por autores e formuladores de políticas públicas no final do século XX. Em razão das legislações permissivas na década de 90 – no contexto estadunidense e europeu –, que flexibilizaram as restrições para que bancos comerciais adquirissem participações em companhias do mercado de capitais ou do mercado de seguros, houve um movimento de consolidação das instituições financeiras dentro de um mesmo grupo empresarial, denominado conglomerado financeiro.<sup>97</sup> Tal consolidação permitiu que instituições antes restritas a segmentos de mercado específicos começassem atuar no mercado financeiro de modo transversal. Os ganhos de escala e escopo advindos dessa consolidação incentivaram a formação de organizações de tamanho considerável, e cujas atividades impunham novos riscos ao mercado financeiro.

Historicamente, durante a maior parte do século XIX, as legislações do mercado financeiro europeu e estadunidense impediram a formação de conglomerados financeiros. A partir da Segunda Diretiva Bancária Europeia, de dezembro de 1989, tal restrição foi relativizada no contexto europeu, levando vários bancos comerciais a se consolidarem com

---

*Scotland) were authorised to conduct all five of the main regulated activities (deposit-taking, insurance, securities and corporate finance, fund management, and advising on or selling investment products to retail customers). A further 13 firms were authorised to conduct four of these activities, and more than 50 other firms were authorised for three of these five functions. Twenty years ago, even the largest UK financial institutions were typically confined to just one, or at most two, of these five activities”.* BRIAULT, Clive. **The Rationale for a Single National Financial Services Regulator**, maio de 1999, p. 13.

<sup>97</sup> Otávio Yazbek, ao analisar os diferentes movimentos de concentração no âmbito do mercado financeiro, assinala acertadamente que os movimentos de concentração bancária são implementados de diferentes formas e por meio de processos bem distintos. O autor considera que, além da formação de conglomerados, outra hipótese de concentração ocorre quando bancos integram suas atividades em uma mesma instituição, formando os chamados bancos múltiplos, cf. “Nesta linha, pode ocorrer concentração: a partir de operações de natureza societária, como a fusão ou a incorporação; a partir da criação de estruturas de grupo, como ocorre nos conglomerados financeiros; pela integração de atividades em uma única instituição, o caso dos bancos múltiplos etc.”. YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**, 2009, p. 153. Para fins deste trabalho, todos esses processos são referidos pelo termo “conglomerados financeiros”.

bancos de investimento e seguradoras. No âmbito dos Estados Unidos, tal consolidação ocorreu a partir do *Gramm–Leach–Bliley Act*, de novembro de 1999, que eliminou as restrições para formação de conglomerados financeiros nesta jurisdição. Esse movimento nos continentes norte-americano e europeu também se replicou no contexto do mercado financeiro global, em parte devido a crescente globalização e internacionalização nele ocorrida. Atualmente, a maior parte das jurisdições – estando o Brasil incluído neste grupo –<sup>98</sup> tem os serviços financeiros clássicos prestados por um número pequeno de instituições financeiras, ainda que as Fintechs venham alterando, em uma pequena medida, esse panorama.

Nesse contexto, essas grandes instituições financeiras aumentaram o risco sistêmico dentro do mercado financeiro, na medida em que deixaram de atuar em segmentos de mercado apartados e tornaram-se altamente interligadas. No contexto dos conglomerados, a falha do setor responsável pelas atividades próprias de banco de investimento, por exemplo, poderia acarretar prejuízos para os demais setores da instituição – e, conseqüentemente, para o sistema financeiro como um todo. A regulação prudencial das instituições financeiras também ganha novos contornos, na medida em que os balanços das instituições individualmente consideradas (banco comercial, banco de investimento, seguradora, gestora de recursos etc.) passa a ser composto por ativos próprios de diferentes mercados.

Em vista à mudança supracitada, os reguladores se viram pressionados a repensarem suas estruturas de regulação, na medida em que grande parte delas havia sido desenhada para endereçar outra estrutura de mercado, na qual outros riscos estavam presentes. Se antes a regulação prudencial visava endereçar participantes isolados do mercado, após tal movimento ela precisou endereçar instituições globais e integradas. Identifica-se, portanto, uma nova falha regulatória (principalmente no âmbito da regulação por setores vigente na maioria dos países), na medida em que os reguladores não conseguem ter uma visão geral dos riscos impostos ao mercado financeiros pelos conglomerados financeiros.

Nesse sentido, torna-se necessário que se tenha uma estrutura regulatória capaz de acessar a estabilidade dessas instituições (aspecto prudencial), os riscos que trazem para o

---

<sup>98</sup> A avaliação feita pelo Banco Mundial a respeito da regulação do mercado de valores mobiliários no Brasil demonstra que a concentração das instituições financeiras está presente neste mercado financeiro, estando 5 conglomerados responsáveis por 75 por cento dos ativos financeiros, cf. “*Financial system asset holdings doubled in the last decade to 181 percent of GDP in 2011. Financial conglomerates are the key feature of the system, controlling ¾ of the assets, with two-thirds of banking assets held by the top five banks (and about 40 percent by government-owned banks). Assets held by institutional investors rose by 60 percentage points of GDP*”. IMF. World Bank. **Financial Sector Assessment Program: Brazil - IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**, 2013, p. 6.



sistema como um todo (aspecto sistêmico), e como se dá a relação entre essas instituições e seus clientes (conduta dos negócios).

Por esse motivo, parcela considerável dos formuladores de políticas públicas e doutrinadores interpretaram, à época,<sup>99</sup> que a junção das instituições financeiras deveria ser acompanhada por uma junção dos próprios reguladores financeiros setoriais, migrando-se para o modelo de regulação unificada. Tal modelo seria efetivo no endereçamento desse problema regulatório na medida em que estabelece um único regulador responsável por todo o sistema financeiro, facilitando o cumprimento dos objetivos de regulação e aumentando os limites de aplicação da competência regulatória.

Além dos conglomerados financeiros, outras instituições tidas como “sistemicamente relevantes”, em razão seu tamanho e interconexão com outros participantes (seguradoras, bancos de investimento etc.), aumentaram o potencial de crises sistêmicas.

Nesse contexto, algumas iniciativas legislativas foram impostas no âmbito dos Estados Unidos e da União Europeia para tentar reverter o tamanho e os riscos dos conglomerados financeiros.<sup>100</sup> Tais iniciativas, ainda que tenham reduzido a exposição dos bancos comerciais às atividades do mercado de capitais, não reverteram a tendência de consolidação dos conglomerados no mercado financeiro global, de modo que tal fenômeno ainda precisa ser considerado no contexto dos modelos de regulação financeira.<sup>101</sup>

Outro fenômeno intimamente relacionado aos conglomerados financeiros diz respeito à atuação de instituições financeiras em todos os segmentos de mercado, quando anteriormente tais serviços eram prestados de modo apartado – não sendo possível, portanto, caracterizá-los como “bancários”, “securitários” ou “do mercado de capitais”, na medida em estes começam a transitar por vários mercados. A título de exemplo, é comum, no contexto atual, que produtos produzidos pela divisão de seguros de um conglomerado sejam oferecidos aos clientes que se relacionam com a divisão bancária daquela instituição. A distribuição de

---

<sup>99</sup> Para mais informações sobre a fundamentação dos reguladores, no fim da década de 90, para adoção do modelo de regulação unificada, v. BRIAULT, Clive. **The Rationale for a Single National Financial Services Regulator**, maio de 1999.

<sup>100</sup> Como resposta à formação de conglomerados, tanto a legislação norte-americana quanto a europeia implementaram medidas na tentativa de segregar as atividades dos bancos comerciais às atividades dos bancos de investimento, no primeiro caso por meio da Regra Volcker (instituída no âmbito do *Dodd-Frank Act* de 2010), e no segundo caso por meio da limitação à negociação da carteira de negociação (ou “*trading book*”) dos bancos comerciais (instituída pela *Capital Requirements Regulation* de 2013).

<sup>101</sup> Outro instrumento utilizado para mitigar os problemas advindos de conglomerados financeiros são as regras de conduta que exigem a segregação física de atividades que possam ter conflito de interesse uma com as outras dentro de uma mesma instituição financeira (referidas pelo termo “*chinese wall*”). É o caso, por exemplo, da divisão de corretagem de uma instituição, que deve ser segregada daquela que dá recomendações de investimento para os seus clientes.

produtos pela via bancária começa a englobar, portanto, uma gama variada de produtos financeiros, ou mesmo produtos não financeiros.<sup>102</sup>

Por fim, a existência de grupos financeiros consolidados facilitou a transferência de risco entre instituições dentro de um mesmo grupo financeiro. Nesse contexto, os produtos de natureza bancária (empréstimos, financiamentos imobiliários etc.), que anteriormente representavam um risco de crédito somente para o banco comercial, podem ter seu risco transferido para investidores do mercado de capitais por meio do processo de securitização. Do ponto de vista de uma instituição que atua nos dois mercados, como é o caso de grande parte dos conglomerados, a realização de operações desse tipo de mostra facilitada.

Desse modo, percebe-se que tanto a unificação das instituições financeiras sob uma mesma instituição, quanto a atuação desta de forma transversal entre diferentes segmentos de mercado, contribuem para ofuscar a divisão clássica do mercado financeiro em setores bancário, securitário e de mercado de capitais. Tal ofuscamento também ocorre em razão de um fenômeno correlato, tratado na próxima subseção, que diz respeito ao surgimento de novos produtos e serviços no sistema financeiro, decorrentes do processo de inovação no setor.

### 3.1.2. Inovação financeira e surgimento de produtos e serviços “complexos”

O surgimento de produtos e serviços inovadores é uma característica inerente ao sistema financeiro. Os agentes financeiros têm a inovação financeira como método, no sentido de sempre procurarem criar produtos e serviços diferenciados que atendam aos diversos perfis de risco que os investidores deste mercado possuem. Conforme asseverado por Otavio Yazbek um instrumento financeiro “pode ser visto como uma combinação de diversas características – taxa de retorno (*yield*), risco de mercado, risco de crédito, liquidez, negociabilidade, maturidade (*duration*) etc.”.<sup>103</sup> A inovação financeira ocorre na medida em que instrumentos financeiros inovadores são criados a partir de uma nova combinação dessas características. Nesse sentido, alguns produtos financeiros não estão mais restritos a um

---

<sup>102</sup> Cf. “*Equally, channels of distribution are no longer as specialised as they once were. Banks and building societies have used their branches as a sales point for an increasing range of products (even non-financial products), while many of the new entrants to (and a few incumbents in) parts of the financial services sector have introduced new sales methods – such as telephone and internet channels – to a wide range of products which had previously been available only through more traditional channels*”. BRIAULT, Clive. **The Rationale for a Single National Financial Services Regulator**, maio de 1999, p. 14.

<sup>103</sup> YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 57.

segmento clássico de mercado, na medida em que podem apresentar características concomitantemente bancárias, securitárias e de valores mobiliários. Essa emergência de instrumentos financeiros tidos como “híbridos”, conforme vimos na subseção anterior, também vem ocorrendo no âmbito das instituições financeiras tradicionais.

Não cabe ao presente trabalho fazer uma análise histórica dos diversos fenômenos inovadores que ocorreram no âmbito do mercado financeiro global. A fim de contribuir para análise do problema de pesquisa proposto, procuraremos nesta subseção analisar os novos produtos e serviços que vêm sendo oferecidos no mercado financeiro nos últimos anos, associados majoritariamente à entrada de novos participantes ligados ao setor de tecnologia e inovação – chamados popularmente pelo termo “Fintechs”.<sup>104-105</sup>

Os avanços tecnológicos têm incentivado a criação de novos produtos e serviços financeiros e, conseqüentemente, alterado a estrutura do mercado. A IOSCO define o termo “tecnologias emergentes” como aquelas relacionadas à “computação cognitiva, aprendizado por máquinas, inteligência artificial e sistemas descentralizados de registro (*distrubuted ledger technologies*), as quais podem ser utilizadas para auxiliar novos entrantes ou participantes tradicionais no mercado financeiro e têm o potencial de transformar materialmente a indústria de serviços financeiros”.<sup>106</sup> O entendimento dessas tecnologias se mostra de extrema importância para avaliar os impactos que elas terão no futuro da indústria financeira.

As Fintechs têm utilizado dessas tecnologias para aprimorar os serviços financeiros oferecidos aos investidores, muitas vezes facilitando seu acesso a produtos e serviços os quais estavam restritos aos investidores experientes.

O avanço das Fintechs no mercado financeiro traz *impactos substanciais em sua estrutura*. A prestação de serviços inovadores por parte dessas empresas se contrapõe aos serviços prestados por participantes clássicos do sistema financeiro (bancos comerciais, bancos de investimento, corretoras, analistas de investimentos, consultores de investimento, gestoras de recursos etc.), uma vez que tais serviços são reformulados, muitas vezes pelo uso

---

<sup>104</sup> O termo “Fintech” é definido pela IOSCO (Organização Internacional de Comissões de Valores) como modelos de negócio inovadores que tipicamente oferecem um produto ou serviço financeiro de modo automatizado e, como resultado, desmantelam serviços financeiros clássicos – bancos, corretoras e gestores de recursos. IOSCO. **Research Report on Financial Technologies**, 2017, p. 4.

<sup>105</sup> A doutrina tem dividido as Fintechs de acordo com as áreas do mercado financeiro nas quais elas atuam: Fintechs de pagamentos; de seguros; de planejamento financeiro; de empréstimos e financiamento; negociação e investimento; análise de dados; segurança digital e relacionados à tecnologia *blockchain*. Para fins do presente trabalho, não iremos analisar em detalhe cada um dos tipos de Fintechs, mas sim como estas alteram as estruturas de mercado vigentes.

<sup>106</sup> IOSCO. **Research Report on Financial Technologies**, 2017, p. 4.

de novas tecnologias, desafiando os parâmetros estabelecidos para essas atividades previamente reguladas. Nesse contexto, mais uma vez se coloca o desafio para o regulador de entender e avaliar os impactos de tal fenômeno para a indústria e avaliar se é necessária uma resposta regulatória própria para este novo panorama de mercado. Cabe aos reguladores entender essa nova forma de ofertar serviços e produtos financeiros, de modo a “adaptar sua regulação financeira de modo a mantê-la efetiva”.<sup>107</sup>

Na visão do FMI, a estrutura de mercado pode ser afetada de três formas principais pelas Fintechs: (i) redução da necessidade de intermediários financeiros – principalmente os que facilitam a ligação entre duas ou mais partes; (ii) incentivo às instituições financeiras para alterarem suas estruturas internas, possivelmente levando a parcerias, fusões e aquisições entre organizações; e (iii) entrada de novos agentes financeiros que podem competir, ou substituir, os agentes clássicos.<sup>108</sup>

Com o avanço crescente das Fintechs no mercado financeiro, a preocupação quanto à forma de regular tais inovações tende a ganhar novos contornos, já que essas instituições não foram criadas dentro dessa lógica segmentada do mercado financeiro.

### 3.1.3. Desintermediação financeira

O fenômeno da desintermediação está diretamente vinculado ao contexto anterior do surgimento de novas tecnologias que permitem a interação entre captadores e investidores de forma direta, sem a necessidade dos intermediários financeiros clássicos. Nesse sentido, as plataformas de investimento coletivo (*crowdfunding*) ou de crédito (*peer to peer*) já vêm possibilitando que participantes do mercado financeiro se conectem sem a necessidade de bancos, corretoras, ou demais intermediários financeiros que conectem as duas partes envolvidas na relação de investimento.<sup>109</sup>

---

<sup>107</sup> Em tradução livre. Além de adaptar a regulação para endereçar os novos riscos decorrentes das Fintechs, os reguladores também têm um papel de estimular a inovação e a promoção dessas novas empresas. Cf. INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Fintech and Financial Services: Initial Considerations**, junho de 2017, p 13.

<sup>108</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Fintech and Financial Services: Initial Considerations**, junho de 2017, p 12.

<sup>109</sup> A desintermediação financeira foi recentemente referida por Christine Lagarde, diretora geral do FMI, como um dos principais impactos que as Fintechs podem ter nos serviços financeiros tradicionais, cf. “*This brings us to the second leg of our pod journey—new models of financial intermediation. One possibility is the break-up, or unbundling, of banking services. In the future, we might keep minimal balances for payment services on electronic wallets. The remaining balances may be kept in mutual funds, or invested in peer-to-peer lending platforms with an edge in big data and artificial intelligence for automatic credit scoring*”. LAGARDE,

Do ponto de vista da regulação, esse fenômeno também desafia os instrumentos regulatórios clássicos instituídos para endereçar tal questão. No âmbito do mercado de capitais, por exemplo, o relacionamento entre investidores e intermediários é regulado prioritariamente por meio de regras de conduta para os integrantes do sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários (corretoras e distribuidoras), que devem seguir padrões de comportamento específicos (por exemplo, as regras de *suitability* para adequação do perfil do investidor ao risco do ativo financeiro ofertado).

Percebe-se, portanto, que a regulação vigente tem foco nos agentes que intermediam o investidor e a aplicação de sua ordem de investimento. Contudo, se considerarmos a tendência de que a presença de intermediários nesse mercado se torne cada vez menos essencial, a efetividade dos instrumentos regulatórios clássicos para proteção dos investidores pode restar-se prejudicada. Imaginando-se o cenário no qual um programa despersonalizado auxilia e coloca ordens a favor dos clientes, como os reguladores financeiros devem lidar com esse novo tipo de relação?

Nesse contexto, a existência de um regulador de condutas para todo o setor financeiro parece promover maior efetividade do ponto de vista da organização dos reguladores, na medida em que as normas de conduta são impostas de modo transversal para os prestadores de serviços financeiros. Vale ressaltar, mais uma vez, que não raro os aplicativos que se utilizam da tecnologia financeira oferecem uma ampla gama de serviços, que perpassam pelos mercados de seguro, crédito e de capitais – demonstrando, mais uma vez, a dificuldade de se estabelecer um corte por segmento de mercado dentro do sistema financeiro. Essa análise será retomada na seção 4.1 deste trabalho.

### 3.1.4. Internacionalização dos mercados financeiros domésticos

A internacionalização dos mercados financeiros domésticos vem ocorrendo de forma acentuada nas últimas décadas, e causa repercussões significativas na atuação dos reguladores.<sup>110</sup> Essa internacionalização vem se intensificando nos mercados bancário,

---

Christine. **Central Banking and Fintech: A Brave New World?** Discurso apresentado no *Bank of England Conference* em 29 de setembro de 2017.

<sup>110</sup> Cf. “After a strong rising tide starting in the 1990s, financial globalisation seems to have reached a plateau since the global financial crisis. However, that apparent stability has taken place along a deep reshaping of cross-border financial flows, featuring de-banking and an increasing weight of non-banking financial cross-border transactions. Sources of potential instability and long-term funding challenges have morphed accordingly”. CANUTO, Otaviano. **World Bank: The Metamorphosis of Financial Globalisation**, 2017.

securitário e de capitais. Também nesse caso, o processo de disrupção tecnológica tende a potencializar a internacionalização dos mercados financeiros, diminuindo cada vez mais o impacto que as fronteiras nacionais têm como limitação à atuação dos investidores.<sup>111</sup>

Somando esse contexto ao fenômeno da desintermediação anteriormente citado, torna-se cada vez mais fácil para o investidor de varejo acessar diretamente os sistemas financeiros de outros países, hipótese que antes estava restrita a investidores com capacidade financeira elevada. Essa transformação do mercado parece trazer impactos não só no contexto da organização das estruturas regulatórias, mas também dos mecanismos de cooperação entre os reguladores internacionais. Na medida em que o mercado financeiro se torna cada vez mais global, a determinação de padrões mínimos a serem seguidos pelos reguladores se mostra essencial para evitar a arbitragem regulatória de modo que captadores consigam captar a poupança popular sem os mecanismos de proteção ao investidor adequados.

Todos esses fenômenos narrados na presente seção alteram substancialmente a estrutura de mercado na medida em que: (i) facilitam o acesso de produtos e serviços por parte dos investidores, tanto no âmbito doméstico quanto internacional; (ii) promovem a multiplicação de produtos e serviços “complexos”, não enquadráveis dentro de um único segmento do mercado financeiro;<sup>112</sup> (iii) viabilizam a entrada de novos participantes – não previamente enquadrados nas categorias de entes regulados – dentro desse mercado financeiro. Essas mudanças na estrutura de mercado impactam na efetividade das estruturas de regulação, na medida em que torna mais difícil a promoção dos objetivos de regulação (já que os reguladores devem considerar esses novos riscos regulatórios advindos das Fintechs) e demanda uma ampliação dos limites de aplicação da competência dos reguladores.

---

<sup>111</sup> Um exemplo dessa disrupção são os meios de pagamento que se utilizam da tecnologia *blockchain*, que por sua vez permitem a realização de transações financeiras no âmbito global a um custo extremamente reduzido. Um segundo exemplo concreto dessa internacionalização diz respeito às ofertas de ICO (*initial coin offerings*) que vem ocorrendo no âmbito dos mercados de valores mobiliários. Esse tipo de oferta normalmente se utiliza da rede *blockchain* para registrar a transação e o pagamento é feito por meio de moedas virtuais. As ofertas normalmente são colocadas em um site da internet, de modo que qualquer investidor ao redor do mundo pode acessá-la. No contexto atual, a participação de investidores internacionais em ofertas de ICO tem sido crescente, o que denota uma tendência cada vez maior de internacionalização desses mercados no âmbito das inovações financeiras.

<sup>112</sup> Interessante notar que a multiplicação de produtos financeiros tem levado alguns doutrinadores a proporem um novo tipo de regulação, focado não nos intermediários financeiros, mas sim no tipo de produto ofertado. Nesse sentido, a regulação de condutas deveria focar não na estrutura organizacional desses participantes, mas sim no tipo de produto por ele ofertado, cf. “*As a solution, this Article proposes that funds should be treated primarily as financial products, rather than corporations; correspondingly, investors should be treated primarily as consumers, rather than corporate shareholders. To implement this approach, the Article proposes the creation of a new federal agency that would develop standardized financial products coupled with corresponding disclosure principles. The goal is to enhance market discipline while making retail funds less complicated and more understandable for individual investors*”. FISCH, Jill E. **Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries**. Institute for Law and Economics, 2010.

### 3.2. Inovações financeiras e impactos nos instrumentos regulatórios clássicos

Uma vez analisados os fenômenos que têm alterado a estrutura de mercado financeiro, no contexto das novas tecnologias, cabe tecer alguns comentários adicionais a respeito dos impactos que tais avanços trazem para as estruturas regulatórias já existentes. O que se vê em grande parte dos mercados é que a maioria dos reguladores (independente do modelo de regulação adotado) não tem conseguido se utilizar dos instrumentos de regulação existentes para endereçar as rápidas transformações ocorridas no mercado financeiro. Nesse sentido, as inovações tecnológicas no âmbito do mercado financeiro têm desafiado reguladores a reverem suas técnicas tradicionais de regulação, na tentativa de, por um lado, endereçar de maneira mais célere às inovações que surgem neste mercado e, de outro, atender aos objetivos regulatórios para os quais foram desenhados, notadamente de proteção aos investidores e de promoção da formação eficiente de capital.

A finalidade de desenvolvimento do mercado de capitais pode se mostrar de difícil execução do ponto de vista da regulação – no contexto das transformações tecnológicas recentes –, tendo em vista que a evolução do mercado se dá a tal velocidade que os instrumentos clássicos de regulação não conseguem endereçá-la de maneira efetiva.

Os métodos tradicionais de atuação por parte dos reguladores financeiros – principalmente no que tange a função de regulamentação – são constituídos na maior parte das vezes por processos burocráticos e demorados, muitas vezes em resposta a práticas de mercado que já se encontram amplamente difundidas.<sup>113</sup>

A atuação proativa por parte do regulador, no sentido de endereçar falhas de mercado antes que determinado produto ou serviço esteja difundido e/ou consolidado no mercado, ocorre em poucos casos.<sup>114</sup>

---

<sup>113</sup> Tome-se por exemplo a regulamentação do *crowdfunding* de investimento, expedida pela Comissão de Valores Mobiliários em 13 de julho de 2017, por meio da Instrução CVM nº 588. O início do mercado de *crowdfunding* remonta a meados dos anos 2000, tendo ganhado relevância em vários países no final desta década. O caso demonstra que foram necessários quase 7 anos entre a difusão do *crowdfunding* e uma efetiva resposta da CVM pela via regulamentar. Desde 2013, a autarquia acompanhou e realizou estudos sobre o tema, chegando a uma instrução final sobre o tema após quatro anos de estudos internos e interações com o mercado.

<sup>114</sup> A principal razão associada a este comportamento se refere à cultura dos reguladores financeiros de observarem o surgimento de novas práticas de mercado para, uma vez considerado que elas merecem tratamento próprio, tratarem do assunto pela via normativa. Desse modo, conforme descreve Erik Vermeeulen “reguladores podem ser encontrados em situações nas quais eles acreditam que devem optar por uma decisão negligente (regulação não fornece fatos suficientes) ou paralisia (não fazer nada)”, cf. “*Regulators can find themselves in a situation where they believe they must opt for either reckless action (regulation without sufficient facts) or paralysis (doing nothing). Inevitably in such a case, caution tends to trump risk. The precautionary principle becomes the default position. But such caution merely functions to reinforce the status quo and the result is that new technologies struggle to reach the market in a timely or efficient manner*”. VERMEULEN, Erik et al.. **Regulation Tomorrow: What Happens When Technology is Faster than the Law?**, 2016, p. 16.

Além da cultura regulatória, a ausência de instrumentos regulatórios dinâmicos, que tornem possível acompanhar a evolução dos participantes do mercado, é um fator que dificulta a aproximação entre a estrutura regulatória e as práticas do mercado financeiro.

A função de regulamentação é um bom exemplo dessa rigidez dos processos regulatórios. A maior parte das normas expedidas no âmbito do mercado financeiro tratam os participantes desse mercado de modo transversal, instituindo deveres e obrigações de acordo com o serviço típico desenvolvido por eles (corretagem, gestão de recursos, análise de investimentos etc.), independente das especificidades de cada negócio. Essa lógica não se coaduna com aquela aplicável às Fintechs, já que elas muitas vezes não se enquadram nas “caixas” pré-determinadas pelos reguladores.<sup>115</sup>

O avanço exponencial das Fintechs nos últimos anos torna a tarefa do regulador financeiro – de monitorar e endereçar os riscos advindos desse mercado – extremamente desafiadora, dado que as atividades por elas desenvolvidas muitas vezes não são equiparáveis a de outros participantes que atuam no setor. Nesses casos, a reinvenção da função regulatória mostra-se uma tarefa essencial para o correto desenvolvimento do mercado financeiro.

Conforme colocado na primeira seção deste trabalho, partimos da premissa teórica de que *o modelo de regulação financeira deve guardar correspondência com a estrutura financeira vigente*, a fim de garantir uma estrutura capaz de promover os objetivos da regulação financeira de modo efetivo. Seguindo esse raciocínio, mostra-se natural que – após discorrer sobre as evoluções ocorridas no mercado financeiro global nos últimos anos – analisemos os possíveis impactos dessas mudanças nos modelos de regulação existentes, o que será feito na próxima seção desta dissertação.

---

<sup>115</sup> Diante da necessidade de endereçar essa falha regulatória, tem surgido no âmbito das jurisdições estrangeiras um novo instrumento de regulação, utilizado com a finalidade de promover a evolução de novas tecnologias no mercado financeiro. Trata-se da regulação “*sandbox*”, que consiste em uma autorização temporária dada pelos reguladores financeiros para que empresas inovadoras (selecionadas por meio de um processo seletivo) sejam autorizadas a conduzir seus negócios dentro de um regime regulatório mais flexível, desde que obedeçam a parâmetros previamente acordados junto ao regulador. Há, aqui, um desconto regulatório para empresas que, devido a seu estágio inicial, não teriam porte para cumprir com as exigências regulatórias aplicáveis aos provedores de serviços financeiros clássicos. No âmbito da prática internacional, vários reguladores financeiros instituíram o regime de *sandbox* para legitimarem a atuação desses participantes, buscando com isso compatibilizar a necessidade de promover a inovação tecnológica e, ao mesmo tempo, proteger os investidores e promover a estabilidade do sistema financeiro no contexto desses novos entrantes do mercado. Atualmente, as seguintes jurisdições já adotam ou iniciaram processos para implementação dessa forma de regulação:<sup>115</sup> Canadá (*Ontario Securities Commission* – OSC), Reino Unido (*Financial Conduct Authority* - FCA); Holanda (tanto o regulador de conduta, *Authority for the Financial Market* – AFM, quanto o regulador prudencial-sistêmico, *Nederlandsche Bank* – DNB), Abu Dhabi (*Abu Dhabi Global Market* – ADGM), Hong Kong (*Hong Kong Monetary Authority*), Malásia (*Bank Negara Malaysia*), Singapura (*Monetary Authority of Singapore* – MAS) e Austrália (*Australian Securities & Investments Commission* – ASIC). Para descrição sobre o estágio de evolução em que se encontra cada órgão regulador, v. DELOITTE. **Regulatory Sandbox: Making India a Global Fintech Hub**, 2017, p. 23



### 3.3. Como a evolução da estrutura de mercado impacta os diferentes modelos de regulação financeira?

Conforme foi visto no início desta seção, a evolução da estrutura regulatória no final do século XX e início deste século – notadamente com a formação de grandes conglomerados financeiros e atuação dos participantes clássicos do mercado financeiro em segmentos do mercado financeiro pelos diferentes – levou uma série de jurisdições, ainda àquela época, a migrarem para o modelo de regulador único, sob o argumento de que seria necessário um novo arranjo regulatório institucional, de modo que este espelhasse as mudanças ocorridas do ponto de vista nos entes regulados.

Do mesmo modo, após a grande crise financeira, várias jurisdições promoveram mudanças em suas respectivas estruturas de modo a corrigir as falhas de regulação que ficaram evidentes na crise – por exemplo, falhas na regulação prudencial (Inglaterra) em alguns países, ou na regulação sistêmica em outros (Estados Unidos) – ou instituíram novos órgãos de cooperação para incentivar entre reguladores setoriais, como foi o caso da criação do FSOC no caso estadunidense. Todas essas mudanças pretéritas já foram objeto de análise por uma série de doutrinadores e formuladores de políticas públicas, que em sua maioria tendiam a concordar com a noção de que a evolução das referidas estruturas de regulação teria sido acertada no sentido de aprimorá-la a um novo contexto do mercado financeiro regional ou global.

O que se pretendeu demonstrar foi como que essa mesma estrutura de mercado tenderá a sofrer mudanças nos próximos anos, principalmente em razão da entrada das Fintechs, e do impacto que novos serviços e produtos fornecidos por esses participantes podem ter no sentido de revolucionar a forma como os investimentos são oferecidos – revolução esta que, por sua vez, poderia levar a necessidade de novos aprimoramentos nas estruturas regulatórias vigentes.

Nesse sentido, *as limitações atribuídas ao modelo de regulação setorial desde o fim do século passado* (tendo em vista que as linhas entre os mercados bancário, de capitais e securitários estariam cada vez mais apagadas) *tendem a se tornar ainda mais evidentes no próximos anos*, comprometendo ainda mais a efetividade de tal estrutura, em vista que: (i) a quantidade de produtos e serviços “complexos” no mundo tendem a crescer; (ii) a quantidade de ofertas ao público de produtos e serviços financeiros não registrados – à margem da regulação – tendem aumentar por meio do uso da internet e dos *smartphones* por parte dos investidores para aplicar os seus recursos; (iii) o número de participantes que não se

enquadram nas categorias clássicas de prestadores de serviços também tende a crescer, tendo em vista que as Fintechs seguem uma lógica de negócio distinta daquela que vigora na maior parte dos bancos e demais instituições financeiras registradas perante os diferentes reguladores.

Todas essas mudanças que devem ser observadas, do ponto de vista da estrutura de mercado, precisarão ser endereçadas no âmbito dos modelos de regulação, sob o risco da efetividade da regulação financeira restar cada vez mais comprometida. Na medida em que essa estrutura de mercado evolui, a tendência é que se torne cada vez mais difícil delimitar o âmbito de competência do regulador com base em critérios funcionais relacionados ao segmento de mercado em que determinado produto ou serviço historicamente se enquadra. Isso se relaciona diretamente com a variável do critério de efetividade que diz respeito aos limites de aplicação da regulação. Na medida em que o Brasil trabalha com categorias de determinação de competência anacrônicas, a existência de brechas regulatórias dentro desta estrutura tende a prosperar.

Retomando a segunda hipótese explicativa, a evolução do mercado financeiro tornará cada vez mais difícil que as vantagens atribuídas ao modelo de regulação setorial – que pressupõe um mercado relativamente simples, no qual os produtos e serviços prestados são todos enquadrados dentro de um segmento específico de mercado – sejam observadas na prática, tendo em vista que os limites de aplicação desse modelo tendem a se reduzir cada vez mais em razão do surgimento de novas tecnologias.

Uma solução viável para mitigar os problemas relacionados aos limites no âmbito de aplicação seria caminhar – como fez a Austrália, África do Sul e Inglaterra – para fixação de critérios de competência amplos (como “serviço financeiro”, “produto financeiro” e “atividade financeira”) de modo a fechar as brechas regulatórias que eventualmente existam nos critérios de competência segmentados.

Já em relação ao modelo de regulação, a fixação de critérios de competência amplos não se coaduna com o estabelecimento de reguladores setoriais separados, de modo que uma segunda evolução para essas jurisdições (que optassem por migrar do modelo de regulação setorial) deveria ser a opção pela adoção do modelo de regulação por objetivos ou regulação unificada.

Analisados os impactos das Fintechs e novas tecnologias do ponto de vista dos limites no âmbito de aplicação, cabe ainda tecer comentários sobre como que elas deverão impactar a consecução dos objetivos por parte dos reguladores. Todos esses fenômenos recentes no

mercado financeiro tendem a complexificar os riscos inerentes a esse tipo de mercado, que por sua vez gera mais probabilidade de conflito em um cenário no qual os reguladores financeiros não possuem competências para regular bem delimitadas.

Vejamos, por exemplo, a recente febre os ICO (*initial coin offerings*) que dizem respeito às ofertas de criptomoedas para financiar empreendimentos coletivos. Esse tipo de oferta é cada vez mais popular entre os investidores, mesmo se tratando de um negócio altamente arriscado e à margem da regulação. A complexificação dos riscos no mundo digital, que também está presente no âmbito dos serviços financeiros, prejudica a efetividade da regulação nos casos em que os reguladores não tenham seus objetivos tão bem delimitados. Quanto maiores os riscos nesse mercado, maiores serão os riscos, maiores serão as dúvidas sobre qual o regulador competente, e menores serão as respostas e decisões efetivas por parte dos reguladores.

#### **4 – A EMERGÊNCIA DO MODELO DE REGULAÇÃO POR OBJETIVOS COMO POSSÍVEL MODELO REGULATÓRIO PREDOMINANTE**

Analizadas as recentes mudanças no âmbito da estrutura de mercado financeiro, cabe na presente seção retomar a discussão a respeito dos modelos de regulação sob o enfoque prático. Assim como as estruturas de mercado, os modelos regulatórios também promoveram evoluções substanciais ao longo das últimas duas décadas. Nesse sentido, se no século passado havia uma grande predominância de jurisdições que adotavam o modelo de regulação setorial com três reguladores – bancário, securitário e de capitais –, atualmente várias jurisdições migraram para os modelos de regulação unificada (principalmente no final do século XIX e início do século XX) e, mais recentemente, de regulação por objetivos.

A fim de fazer uma análise geral de como as diferentes jurisdições promoveram mudanças em seus respectivos modelos de regulação na tentativa de aprimorá-los, e como o modelo de regulação por objetivos tem predominado em algumas delas, a presente seção procura, nas próximas subseções, discorrer sobre: (i) o histórico dos modelos de regulação adotados em diferentes jurisdições; (ii) as reformas institucionais justificadas por limitações em relação ao modelo tripartite; (iii) as mudanças institucionais no modelo de regulação unificada; e (iv) a emergência do modelo de regulação por objetivos do ponto de vista dos debates ocorridos pelos formuladores de políticas públicas.

##### **4.1. Breve histórico dos modelos de regulação nas diferentes jurisdições**

A regulação por setores, instituída na maior parte das jurisdições desde meados do século XIX, ainda predomina na maior parte dos países. Ainda que grande parte das jurisdições tenha mantido a separação clássica entre reguladores bancário, securitário e de capitais, grande parte delas promoveu mudanças pontuais de modo conferir uma maior efetividade ao modelo, notadamente por meio da: (i) introdução de conceitos funcionais para determinar a competência dos respectivos reguladores, de modo a ampliar o limite de atuação de cada regulador para além da competência institucional sobre as instituições financeiras que atuam em cada setor; e (ii) promoção de mecanismos de cooperação mais efetivos entre os diferentes reguladores. Ainda que tais elementos tenham melhorado a estrutura regulatória associada ao modelo setorial, algumas jurisdições entenderam que as desvantagens atribuídas

a este modelo justificavam uma completa reformulação do modelo vigente – seja para o modelo de regulação unificada ou de regulação por objetivos.

No contexto atual, os três modelos de regulação encontram-se presentes em diferentes países. Dentre da década de 90 e os anos 2000, várias jurisdições migraram para o modelo de regulação unificada, sendo os exemplos mais recorrentes a Suécia (1991), Japão (1998), Alemanha (2002), Taiwan (2004), Suíça (2007), Coreia do Sul (2008), Finlândia (2009). Desde a crise financeira global, várias críticas sido direcionadas ao modelo de regulador único, de modo que várias jurisdições têm estudado a possibilidade de migrarem para o modelo *twin peaks*,<sup>116</sup> dado que, segundo parte da doutrina, ela foi a que melhor enfrentou os problemas advindos da crise de 2008.<sup>117</sup> Atualmente, tal modelo é adotado na Austrália (1998), Holanda (2002), Reino Unido (2012) e África do Sul (2017).

A tabela a seguir traz exemplos dos países que adotam os três modelos supracitados:

| Tabela 6 - Modelos de regulação no contexto internacional |                     |                         |
|---|---------------------|-------------------------|
| Regulação setorial  | Regulação unificada | Regulação por objetivos |
| França  | Alemanha            | Austrália               |
| Itália  | Japão               | Holanda                 |
| Espanha   | Coreia do Sul       | Reino Unido             |
| Portugal  | Taiwan              | África do Sul           |
| Hong Kong   | Singapura           |                         |
| China   | Suécia              |                         |
| México  | Noruega             |                         |
| Brazil  | Finlândia           |                         |

<sup>116</sup> Dentre os países que vêm realizando estudos governamentais com a finalidade de avaliar a oportunidade de migração para o modelo de regulação por objetivos estão: Alemanha, China, Japão, Espanha, Portugal, e Hong Kong.

<sup>117</sup> Não é possível afirmar que a estrutura regulatória, por si só, garanta uma regulação efetiva e eficiente capaz de evitar a ocorrência de crises financeiras. A crise de 2007 teve repercussões graves em países como os Estados Unidos (que adota o modelo de regulação financeira setorial), Reino Unido (que, à época, adotava o modelo de regulador unificado) e Holanda (que adota o modelo *twin peaks*). Ainda assim, é possível afirmar que um arranjo regulatório mal concebido pode agravar os efeitos negativos em uma crise, cf. “*Although the structure of regulation is not unimportant, it is also unlikely to prevent the occurrence of financial crisis. This is not to suggest that the Twin Peaks alternative might have avoided some of the design flaws of the UK’s post-1997 arrangements. [...] At the same time, however, it must be recognized that the financial crisis has been no respecter of regulatory structures. Although Australia escaped relatively unscathed from the financial crisis, the Netherlands experienced problems with several of its largest banks and required substantial amounts of public funds to bail them out*”. TAYLOR, Michael W. Regulatory reform after the financial crisis: Twin Peaks revisited. In: HUANG; Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (org.). **Institutional Structure of Financial Regulation: theories and international experiences**. New York: Routledge, 2015, p. 52.

Dado o escopo limitado desta dissertação, não adentraremos nos detalhes a respeito de cada um dos modelos institucionais adotados nas diferentes jurisdições. Ainda assim, analisaremos alguns acontecimentos ocorridos no âmbito desses países, principalmente no contexto em que elas promoveram reformas nas respectivas estruturas de regulação. As subseções a seguir analisam como a evolução das estruturas de mercado impactou os diferentes modelos de regulação.

#### 4.2. Limites de aplicação do modelo de regulação tripartite

Como se percebe pela descrição dos fenômenos na seção anterior, a segmentação clássica entre os mercados bancários, securitários e de capitais não se torna mais determinante para entender ou regulamentar os agentes financeiros e as atividades por ele prestadas. Ao longo dos anos, a caracterização desses segmentos de mercado têm se mostrado menos relevante do ponto de vista da estrutura regulatória. Conforme analisado na segunda seção, as regras de conduta, prudenciais e sistêmicas transpassam cada um desses segmentos, de modo que a regulação de condutas se torna importante no âmbito da oferta de produtos e serviços por bancos e seguradoras, ao mesmo tempo em que a regulação prudencial atinge instituições dentro do mercado de capitais – ou mesmo instituições que não são “enquadráveis” em quaisquer desses segmentos.

A regulação por setores, nesse sentido, apresenta desvantagens consideráveis do ponto de vista da promoção de uma regulação financeira efetiva, uma vez que: (i) não endereça propriamente o problema das “brechas regulatórias”, reduzindo o limite de aplicação da regulação na medida em que produtos e serviços financeiros não são enquadrados nos critérios de competência fixados; (ii) dificulta o cumprimento dos objetivos da regulação financeira, na medida em que novos riscos surgem no âmbito do mercado financeiro e os reguladores não podem lidar com eles de uma maneira global.

Em relação ao primeiro ponto, a redução de brechas na regulação foi um dos motivos centrais que justificaram a migração para o modelo *twin peaks* ocorrida na África do Sul.<sup>118</sup> Conforme salienta Otavio Yazbek, dentro deste modelo de regulação tripartite, não raro “as novas relações não são sujeitas a nenhum tipo de regulação, fugindo às competências dos

---

<sup>118</sup> Cf. “*The Twin Peaks reforms will address the fragmented nature of the current regulatory framework which has created gaps and inconsistencies in the application of financial regulation and scope for regulatory arbitrage*”. REPUBLIC OF SOUTH AFRICA. National Treasury. **Financial Sector Bill: Impact Study of the Twin Peaks Reforms**, abril de 2016, p. 7.

reguladores estabelecidos e ficando em zonas cinzentas”.<sup>119</sup> Tal dimensão negativa do modelo, que anteriormente era apontada somente no âmbito da academia, ganhou respaldo prático no âmbito das jurisdições que optaram por abandoná-lo. No contexto das inovações surgidas nos últimos anos, é possível que tal limitação se torne ainda mais aparente diante do surgimento de novos serviços e produtos.

Esse problema tende a se concretizar principalmente no âmbito dos serviços e produtos financeiros cujas características perpassam mais de um segmento do mercado financeiro – não sendo facilmente “enquadráveis” em uma das categorias de competência atribuídas aos reguladores. Para exemplificar o argumento trazido, vejamos o caso da Holanda. Nesse país, um produto financeiro denominado “*share lease*” se popularizou bastante no início deste século, e suas características perpassavam os instrumentos de crédito bancário combinados com elementos dos produtos derivativos.<sup>120</sup> Quando tal produto apresentou falhas em relação à proteção dos investidores, o regulador de condutas do país (AFM) conseguiu lidar com o problema de forma rápida, como se vê pela passagem:

*When the stock market declined sharply in 2001, the expected return on investments evaporated. Many private investors ended up with large debts. Consequently, thousands of civil claims were brought against financial institutions that had sold share lease products. The private investors argued that they were lured into the share lease agreements under false assumptions (without being told about the risk of a rest debt). As the AFM has a cross-sector orientation, it could act proactively avoiding legal disputes about the nature of these complicated products (is it banking because of the credit agreement, or securities because of the investment part?).*<sup>121</sup>  
(grifou-se)

Como se vê pelo exemplo citado, a resposta regulatória ao problema apresentado foi dada de modo tempestivo em razão da competência do regulador para tratar de todos os produtos financeiros de modo transversal. Estivesse em vigor uma estrutura de regulação

<sup>119</sup> O autor complementa, cf. “Além disso, ainda que haja competência, muitas vezes os novos riscos apenas podem ser identificados *a posteriori* pelos reguladores, dada a dinâmica do mercado. Isso, naturalmente, sem falar na opção deliberada, muitas vezes ideologicamente influenciada, pela não regulamentação pura e simples de alguns instrumentos – essa é uma das críticas comumente recebidas, por exemplo, pelo *Commodities and Futures Modernization Act*, de 2000, em razão do qual boa parte dos mercados de derivativos de balcão, nos Estados Unidos, foi excluída da competência regulatória da *Commodities and Futures Trading Commission*”. YAZBEK, Otavio. Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão. In: SATIRO, Francisco (org.). **Mercado de Capitais**, São Paulo: Saraiva, 2013, p. 2.

<sup>120</sup> Cf. “The term ‘share lease’ covers a variety of financial products that were popular in the Netherlands from the early 1990s until 2000. Share lease products ranged from relatively simple share investment products combined with credit agreements to complicated derivative products. The common feature of share lease products is that borrowed money is invested in shares at the risk of the private investors (retail clients)”. SCHOENMAKER, Dirk; KREMERS, Jeroen. Financial stability and proper business conduct: can supervisory structure help to achieve these objectives? In: HUANG; Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (org.). **Institutional Structure of Financial Regulation: theories and international experiences**. New York: Routledge, 2015, p. 63.

<sup>121</sup> Ibidem, p. 64.

setorial naquela jurisdição, seria necessário que os reguladores discutissem qual deles seria o responsável por endereçar tal problema. Essas situações tendem a se repetir cada vez mais no contexto do crescente movimento de inovação tecnológica, demonstrando a potencial inefetividade do modelo em questão no contexto prático.

Do ponto de vista da estrutura regulatória brasileira, a falência do modelo em vista às novas tecnologias já começa a dar seus primeiros sinais. O caso se refere a uma situação similar ao caso holandês, no sentido de que há uma dificuldade em determinar qual seria o regulador responsável pela regulamentação das plataformas de empréstimos entre pessoas e negócios por meio da internet – as plataformas de “peer-to-peer” (P2P) e “*peer-to-business*” (P2B). O BCB colocou em audiência pública a proposta de regulamentação sobre a matéria em 2017,<sup>122</sup> sendo que – após questionamentos por participantes do mercado – a CVM se posicionou no sentido de que também teria competência para regulamentar a matéria, notadamente no que se refere aos empréstimos entre pessoas e empresas (P2B), tendo em vista que os títulos ofertados estariam enquadrados no conceito de valor mobiliário, notadamente um título de renda fixa.

Já no exemplo supracitado, é possível observar que os critérios para delimitação de competência entre CVM e BCB – o primeiro do âmbito dos “valores mobiliários” e o segundo no tocante a “intermediação financeira” – não são suficientes para determinar quem qual é a autoridade competente para regulamentar e supervisionar o referido serviço de P2B. Imaginando-se um cenário futuro no qual as evoluções tecnológicas tendem a oferecer produtos e serviços cada vez mais ágeis, o tempo perdido pelos reguladores a fim de delimitar a competência de cada um sob determinada atividade pode vir a prejudicar o próprio investidor, que estará tendo acesso a um serviço que ainda não foi objeto de regulamentação por dificuldades atinentes determinação de competência entre reguladores.

Outro exemplo que pode ser levantado diz respeito aos aplicativos que oferecem serviços de investimento por meio do *smartphone*. Imaginemos, por exemplo, um aplicativo que permite ao investidor acessar tanto produtos de natureza bancária quanto valores mobiliários. Nesse caso, seria o regulador bancário ou de capitais o responsável por fixar diretrizes para o referido programa? Imaginando-se .

Nesses casos, o objetivo da proteção aos consumidores poderia se mostrar prejudicado em razão da estrutura regulatória em questão. Isso nos leva ao segundo problema associado à efetividade do modelo de regulação setorial, qual seja, a dificuldade no cumprimento dos

---

<sup>122</sup> Consulta Pública do Banco Central do Brasil nº -5, de 2017, conteúdo disponível para acesso em <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#/n/CONPUB>>.



objetivos da regulação financeira, na medida em que surgem novos riscos no âmbito dos participantes que nele atuam.

A dificuldade na promoção de objetivos regulatórios de forma harmônica foi apontada por várias jurisdições como uma das principais razões para migração para o modelo *twin peaks*. No caso Reino Unido, identificou-se que o objetivo de garantir a estabilidade do sistema financeiro foi preterido em relação à finalidade de proteção dos consumidores.<sup>123</sup> Já no âmbito da África do Sul constatou-se, ao contrário, que o objetivo de proteção aos consumidores não foi plenamente implementado, em detrimento das regulações prudenciais e sistêmicas no sistema financeiro.<sup>124</sup> A predominância de um objetivo sobre o outro pode decorrer de diversos fatores, como por exemplo a importância que determinado regulador dá às pressões impostas pela opinião pública (que, em regra, tende a envolver questões de proteção ao investidor). Outras razões podem ser associadas a essa prevalência de um objetivo sobre o outro como por exemplo, o fato de os reguladores estarem localizados dentro do Banco Central.<sup>125</sup> Independente do fator determinante, a conclusão que se tem das experiências práticas é que a predominância de um objetivo regulatório sobre os demais é uma possibilidade concreta no contexto da regulação setorial. Ainda que a alteração do modelo de regulação se mostre uma opção, cabe notar que esta não é a única solução no âmbito da regulação setorial. A cooperação entre reguladores pode mitigar em grande parte as dificuldades atribuídas à falta de harmonização entre objetivos.

Na medida em que haja um diálogo constante entre reguladores, é possível que aspectos prudenciais e de proteção ao investidor sejam promovidos de modo efetivo no âmbito dos reguladores bancário, securitário e de capitais. Ainda assim, a efetividade dos

---

<sup>123</sup> Cf. “[It is the] widely held perception that, in recent years, the FSA has emphasized conduct-of-business supervision at the expense of prudential supervision. This situation was especially apparent in the FSA’s supervision of the mortgage bank Northern Rock which was the first British casualty of the crisis. The bank had received numerous contacts from the FSA concerning a consumer protection initiative (“treating customers fairly”), but supervision of capital and liquidity had been deficient and the bank had been placed in a category that subjected it to one major prudential meeting once every three years. The FSA’s own report on Northern Rock stated that some of the fundamentals of work on assessing risks in firms (notably some of the core elements related to prudential supervision, such as liquidity) have been squeezed out”. TAYLOR, Michael W. *The Road from “Twin Peaks” – And the Way Back*. **Connecticut Insurance Law Journal**, v. 16, 2009, p. 81.

<sup>124</sup> Cf. “National Treasury has further identified issues relating to the conduct of business in the financial sector that lead to poor outcomes for financial customers, and also potential financial customers that remain excluded. High and opaque fee structures, weak disclosure and transparency of products, and a lack of appropriate financial instruments (especially for the poor and most vulnerable) have emerged as particular concerns, as well as the need to combat financial crime effectively”. REPUBLIC OF SOUTH AFRICA. National Treasury. **Financial Sector Bill: Impact Study of the Twin Peaks Reforms**, abril de 2016, p. 4.

<sup>125</sup> Cf. “In a single supervisor outside the central bank, the conduct of business objective may dominate in practice (Taylor, 2009). In a single supervisor setting within the central bank, the macro-prudential objective may dominate (Kremers et al., 2003)”. SCHOENMAKER, Dirk; KREMERS, Jeroen. Op. cit., p. 60.

mecanismos de cooperação se mostra limitada no contexto em que a própria estrutura de regulação encontra-se desalinhada. Considerando-se as evoluções recentes pelas quais têm passado o sistema financeiro, a tendência é que haja uma complexificação dos riscos do sistema financeiro em razão da introdução de novas tecnologias, *de modo que os custos relacionados à harmonização desses objetivos também tende a aumentar*.<sup>126</sup>

Conforme discorrido na primeira seção, os instrumentos regulatórios tem relação direta com o tipo de regulação financeira – sistêmica, prudencial ou de condutas. Nesse contexto, os instrumentos de regulação prudencial aplicáveis aos mercados bancário se equiparam àqueles aplicáveis no âmbito do mercado de capitais. O mesmo pode se dizer em relação às técnicas de regulação de condutas. Somado há isso, há uma variável de aprendizado dos reguladores em relação às diferentes técnicas: enquanto a regulação prudencial tende a ser dominada por profissionais ligados ao ramo da economia; a regulação de condutas exige conhecimentos mais próximos da área jurídica. O modelo de regulação setorial não permite a alocação desses recursos escassos (relacionados à estrutura e ao pessoal) seja otimizada em sua plenitude no âmbito dos diferentes reguladores.

No contexto prático, as jurisdições que estudam a viabilidade de adoção de um novo modelo regulatório realizam uma ampla análise de custo benefício, de acordo com as especificidades próprias do mercado financeiro local, na tentativa de concluir pela viabilidade ou não do novo modelo pretendido. Das jurisdições que realizaram estudos a nível governamental, após a grande crise financeira, sobre a possibilidade de migração do modelo de regulação setorial para regulação *twin peaks* – Inglaterra, África do Sul e Estados Unidos – as duas primeiras optaram por alterar seu modelo regulatório, enquanto a última decidiu pela permanência no modelo de regulação setorial.<sup>127</sup>

---

<sup>126</sup> Do ponto de vista da eficiência da regulação, a experiência nas diferentes jurisdições também demonstra que os custos regulatórios totais associados a tal modelo podem ser mais altos quando comparados aos modelos de regulação unificada ou regulação por objetivos. Do ponto de vista dos custos institucionais, a constituição de reguladores com base nos objetivos de regulação (estabilidade sistêmica, estabilidade prudencial e proteção dos investidores) tende a eliminar grande parte dos custos regulatórios relacionados à duplicação de esforços dos reguladores para endereçar os objetivos regulatórios em diferentes setores. No contexto da regulação por objetivos, não são necessárias divisões de conduta e prudenciais em cada um dos reguladores setoriais. As economias de escala e de escopo também são relevantes nesse contexto, na medida em que os mesmos profissionais e a mesma estrutura física podem ser utilizados para regulamentar e supervisionar o sistema financeiro como um todo. Cf. *“There might be economies of scale within regulatory agencies, especially with respect to skill requirements. If so, the smaller the number of agencies, the lower should be the institutional costs. A single regulator might be more efficient because of shared resources. However, institutional costs are a comparatively small proportion of the total costs of regulation, and other costs of regulation ( compliance and structural) rise if inappropriate regulation is adopted”*. GOODHART, Charles. A.et. al., **Financial Regulation: Why, How and Where Now?**, 1998, p. 152.

<sup>127</sup> A análise feita pelos Estados Unidos sobre suas principais falhas regulatórias está sumarizada no documento: U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure**,

Ainda que os Estados Unidos não tenham implementado o modelo *twin peaks*, o relatório elaborado pelo *Department of the Treasury*, órgão subordinado ao chefe do poder executivo, recomendou que a estrutura regulatória em questão fosse alterada para abarcar o modelo de regulação por objetivos, conforme se depreende da passagem a seguir:

*Considering the evolution of financial institutions and markets, the optimal structure is a way to think about improving the effectiveness of regulation in the future. The changes suggested in the optimal structure are difficult to implement due to the structure being a considerably different approach than the current framework. Moving towards the optimal structure will require much debate and a series of incremental or transitional changes. In that regard, Treasury offers a series of short-term and intermediate-term recommendations in Chapters IV and V that can be viewed as transitioning our regulatory structure to achieve some of the goals set forth in this chapter. After evaluating the four conceptual options presented above, Treasury believes that a regulatory structure centered on an objectives-based regulatory framework should represent the optimal structure. In particular, an objectives-based framework should improve regulatory effectiveness by more closely linking the regulatory objectives of market stability regulation, prudential financial regulation, and business conduct regulation to regulatory structure.*  
(grifou-se)<sup>128</sup>

Ao mesmo tempo em que constata que a regulação por objetivos representaria a “estrutura ótima” no contexto do sistema financeiro estadunidense, o documento também menciona explicitamente as dificuldades práticas a serem enfrentadas no âmbito político.

Os elementos fáticos (vontade política, situação de *path dependence* etc.) interferem diretamente na decisão a ser tomada sobre a viabilidade de adoção de um novo modelo regulatório, sendo em muitos casos bem mais determinante do que a análise de custo benefício realizada na jurisdição em questão. Nesse sentido, torna-se essencial que os formuladores de políticas públicas percebam a importância que uma estrutura regulatória adequada possui para promoção do desenvolvimento do sistema financeiro nacional. No âmbito da análise proposta para o trabalho, porém, continuarmos nossa análise sobre os diferentes modelos de regulação no contexto prático.

---

2008. O documento propôs a migração do modelo de regulação setorial para o modelo *twin peaks*, de forma a combater a fragmentação do modelo estadunidense. Ainda assim, tal sugestão não prosperou na esfera política, sendo criticado por alguns como uma tentativa de “rearranjar as caixas e linhas sobre quem reporta a quem, de forma a mascarar a ausência de ideias sobre o que fazer”, cf. KRUGMAN, Paul. **The Dilbert Strategy**. New York Times, 31 de março de 2008. No mesmo sentido, alguns autores argumentaram pela possível desnecessidade de unificação do sistema vigente, quando a resposta correta poderia ser a realização de alterações pontuais no modelo de regulação setorial, sem alterar sua estrutura, cf. “*The increasing focus on bold reform to concentrate regulatory authority should be taken seriously but cautiously. Additional concentration may not be necessary and may in any event prove unsustainable*”. CUNNINGHAM, Lawrence A.; ZARING, David T. **The Three or Four Approaches to Financial Regulation: A Cautionary Analysis Against Exuberance in Crisis Response**, 2009, p. 55.

<sup>128</sup> U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure**, 2008, p. 143.

No âmbito da análise de custo benefício a ser realizada por cada país, essas hipóteses argumentativas deverão ser aplicadas ao caso concreto, com a finalidade de visualizar se o modelo de regulador setorial é, de fato, incompatível com a estrutura regulatória em questão. Nesse contexto, duas perguntas principais podem ser feitas pelo formulador de políticas públicas para chegar a tal conclusão. Primeiro, *se os ganhos na efetividade na estrutura regulatória – advindos da eliminação da divisão das competências regulatórias por setores – superam os custos totais* (institucionais, observância, transição, políticos etc.) *a serem incorridos com um novo modelo de regulação.*

Tentou-se endereçar tal pergunta ao longo desta subseção. Nesse sentido, foi demonstrado que o modelo de regulação setorial têm se mostrado insuficiente, em várias jurisdições, para promoção de uma estrutura regulatória efetiva, considerando a estrutura de mercado vigente na maior parte das jurisdições, em vista que (i) os limites de aplicação atribuídos a este modelo são menores que o desejado no contexto de mercados financeiros dinâmicos e complexos; e (ii) as ineficiências de tal modelo tendem a se agravar a medida em que os limites fáticos entre produtos e serviços dos tipos bancário, securitário e de capitais diminuí. Nesse contexto, a regulação tripartite tende a ter seus custos majorados e benefícios mitigados no contexto desse novo panorama que se desenha para o mercado financeiro nos próximos anos.

Caso a resposta para a primeira pergunta seja positiva, cabe ao formulador de políticas públicas enfrentar uma segunda pergunta: *qual dos modelos regulatórios remanescentes – o unificado ou o por objetivos – promove melhor a efetividade no cumprimento dos objetivos da regulação financeira e na ampliação dos limites de aplicação da regulação?* As próximas duas subseções procuram clarificar esta pergunta aqui posta, por meio da análise dos modelos unificado e por objetivos no contexto prático.

#### **4.3. Vantagens e desvantagens do modelo de regulador único no contexto da crise financeira global**

Até a crise financeira de 2008, predominaram as transformações no âmbito do modelo de regulação setorial para o modelo de regulação unificada, segundo o qual um único regulador é responsável pela regulação de todo o sistema financeiro. As jurisdições que vieram a adotar tal modelo justificaram sua adoção principalmente em razão da transformação pela qual a estrutura de mercado vinha passando, notadamente em relação à formação de

conglomerados financeiros e ao surgimento de produtos e serviços financeiros que transitavam entre os mercados de capitais, securitário, e bancário. Conforme foi colocado na seção 2, as justificativas principais para adoção do referido modelo foram: (i) promoção de eficiência no mercado financeiro, na medida em que reduziria drasticamente os custos regulatórios – notadamente os custos institucionais e também os custos de observância; e (ii) garantiria maior efetividade à nova estrutura de regulação, na medida em que esta espelharia na estrutura de mercado então vigente e promoveria os objetivos regulatórios de forma harmônica. Cabe aqui nos atermos ao critério da efetividade, nos termos do problema de pesquisa proposto.

Do ponto de vista teórico, este modelo de regulação unificada submete os agentes regulados a uma única autoridade reguladora, reduzindo drasticamente a possibilidade de ocorrência de sobreposições na regulação ou mesmo de “brechas regulatórias” – desvantagens comumente atribuídas ao modelo de regulação setorial.<sup>129</sup> Ocorre que esses mesmos argumentos também são atribuídos ao modelo de regulação por objetivos, conforme expõe Michael Taylor:

*These arguments – consumer protection arrangements that were better suited to the characteristics of new financial instruments, improved oversight of financial conglomerate groups, and cost savings and efficiencies from a common regulatory platform – were at the heart of the case constructed for the single financial regulator. The difficulty was that exactly these same arguments had been made in favor of an alternative regulatory structure – the so-called Twin Peaks model. It was therefore also necessary for the defenders of the single regulator to explain why this structure would be superior to the Twin Peaks alternative.* (grifou-se)<sup>130</sup>

Nas palavras do autor, seria necessário aos defensores deste modelo estabelecer motivos que justificassem sua superioridade, em termos de promoção de efetividade, em relação ao modelo *twin peaks*. Nesse contexto, dois argumentos prevaleceram no contexto do Reino Unido. O primeiro deles diz respeito à desnecessidade de se separar a regulação de condutas da regulação prudencial (aqui incluídas as regulações macro- e micro-prudenciais). Segundo os formuladores de políticas públicas à época, a separação de competências entre dois (ou três) reguladores levaria a uma possível sobreposição de competências entre eles, na

<sup>129</sup> Cf. “The most important arguments for unified supervision are related to efficiency, effectiveness, and issues stemming from the creation of financial conglomerates. Merging multiple supervisors should increase efficiency, even if only by eliminating duplicated support functions, not to mention broader synergies. Blurring of demarcation lines among financial sectors and the creation of conglomerates in many industrialized countries have created an added incentive to unify supervision to avoid regulatory gaps and to ensure competitive neutrality”. ČIHÁK, Martin; PODPIERA Richard. **Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision**, IMF Working Paper n. 06/57, 2006, p. 8.

<sup>130</sup> TAYLOR, Michael W. The Road from “Twin Peaks” – And the Way Back. **Connecticut Insurance Law Journal**, v. 16, 2009, p. 78.

medida em que a atribuição de competências com base nos objetivos regulatórios não delimitaria com precisão o âmbito de atuação de cada regulador sobre uma mesma instituição financeira regulada. A raiz do problema, segundo esta corrente de pensamento, seria a impossibilidade de separar com precisão a regulação de condutas da regulação prudencial.<sup>131</sup> Os riscos aos investidores, os sistêmicos e os prudenciais não seriam claramente delimitáveis no contexto da regulação financeira. Nesse contexto, o custo para cooperação entre os referidos reguladores superaria eventuais benefícios associados à especialização destes.

Do ponto de vista da estrutura regulatória, haveria uma duplicidade de regulações para uma mesma instituição, derivada justamente dessa nebulosa de divisão de competências. Os participantes do mercado também seriam negativamente afetados na medida em que teriam de cumprir com dois conjuntos de regras distintos – que, na prática, endereçariam problemas regulatórios semelhantes.

Ainda que tal visão tenha prosperado no início deste século, ela não tem respaldo da doutrina majoritária no contexto atual. Conforme trazido na seção 1 deste trabalho, os instrumentos de regulação financeira podem ser segregados com relativa clareza em relação aos diferentes objetivos de regulação. As experiências de jurisdições que adotam o modelo de regulação por objetivos há alguns anos – Austrália, Holanda e Reino Unido – têm demonstrado que os objetivos perseguidos por cada um dos reguladores podem, sim, ser segregados de modo a não se confundirem uns com os outros, do ponto de vista dos reguladores, e não resultarem em duplicidade de regulação, do ponto de vista dos regulados.

As repercussões da crise financeira global confirmaram em grande medida essa constatação, que já havia sido defendida por autores que apoiavam a adoção do modelo *twin peaks* no início deste século.

Dentre as causas comumente apontadas para ocorrência da crise financeira, estão: a falta de regulação de novos instrumentos e negócios financeiros que apresentavam riscos consideráveis ao mercado financeiro;<sup>132</sup> os processos de securitização de créditos nos quais os incentivos entre ofertantes e investidores não estavam alinhados principalmente em virtude de falhas na regulação; formas de compensação dos administradores desalinhadas ao interesse

---

<sup>131</sup> Cf. “*The crux of the argument [in favor of unification] concerned the separation of prudential and conduct of business regulation that was the main feature of the Twin Peaks model; the defenders of a single regulator argued that the separation was not so clear CUT as the Twin Peaks model presupposed*”. TAYLOR, Michael Op. cit., p. 80. No mesmo sentido, temos Richard Abrams (2000) e Clive Briault (1999).

<sup>132</sup> Cf. “*New untried instruments, like new businesses, carry higher risk and should be more carefully regulated and supervised, particularly where they are used extensively, carrying perhaps a greater capital charge, greater reserving, and/or being subject to concentration and growth limits*”. LUDWIG, Eugene A. **Lessons Learned from the 2008 Financial Crisis**. Group of Thirty, 2008, p. 8.

das empresas nas quais operar (principalmente no âmbito das instituições “grandes demais para quebrar”); agentes financeiros que impõem novos riscos sendo sub-regulados ou estando à margem da regulação; dificuldade em acessar os novos riscos presentes no mercado financeiro, principalmente no âmbito da estabilidade sistêmica e prudencial, tanto no âmbito das jurisdições domésticas quanto no âmbito do mercado financeiro global. Em relação a este último fator, a regulação falhou não só em relação às instituições financeiras individualmente consideradas, mas também no âmbito sistêmico tendo em vista que elas estavam altamente integradas com os demais segmentos do mercado.

Uma das causas comumente vinculadas à crise financeira diz respeito à falta de uma regulação financeira voltada para aspectos macro prudenciais (sistêmicos),<sup>133</sup> de modo que os reguladores financeiros tenderam a privilegiar aspectos micro prudenciais no exercício de suas atividades. Essa sobreposição de um objetivo regulatório sobre o outro trouxe, portanto, impactos negativos expressivos para a garantia de estabilidade sistêmica.

O exemplo que melhor retrata as falhas que podem ocorrer do ponto de vista do modelo de regulação unificada é o caso do Reino Unido, que no início deste século instituiu a *Financial Services Authority* – FSA como regulador único do sistema financeiro sendo que, em 2012, realizou a migração para o modelo de regulação *twin peaks*, segundo o qual foi instituído um regulador sistêmico (dentro do banco central inglês – BoE), um regulador prudencial (PRA) e um regulador de condutas (FCA).

O exemplo do Reino Unido é bastante completo na medida em que esta jurisdição adotou, ao longo das últimas duas décadas, os três principais modelos de regulação colocados no âmbito do presente trabalho – setorial tripartite, unificado e por objetivos. Em relação à última mudança estrutural ocorrida, a manifestação do Tesouro inglês que fundamentou tal decisão cristaliza as principais falhas relacionadas ao modelo de regulação unificada, que foram desconsideradas quando tal modelo foi instituído em 2002. Nesse sentido:

*The financial crisis exposed the inherent weaknesses in the [unified] system of regulation in the UK. Perhaps the most significant failing is that no single institution had responsibility, authority or powers to oversee the financial system as a whole. Before the crisis, the Bank of England had nominal responsibility for financial stability but lacked the tools to put this into effect; the Treasury,*

<sup>133</sup> Cf. “An important lesson of the financial crisis has been that regulation and supervision of the financial system needs a greater macro-prudential orientation. Implicit in this is the realization (rediscovery some would say) that traditional macroeconomic stabilization and micro-prudential policies are not sufficient, because they leave a regulatory gap to be filled. This gap is created by externalities that individual financial actors do not internalize, and by collective behavior that market mechanisms are ill-equipped to address.<sup>1</sup> The result is interdependencies, and individual and collective actions that lead to excessive procyclicality and systemic fragilities” AGUR, Itai; Sharma, Sunil. **Rules, Discretion and Macro-Prudential Policy**. IMF Working Paper, 2013, p. 3.

*meanwhile, had no clear responsibility for dealing with a crisis which put billions of pounds of public funds at risk. All responsibility for financial regulation was in the hands of a single, monolithic regulator, the Financial Services Authority, and there was clearly, in the run-up to the financial crisis, too much reliance on 'tick-box' compliance. (grifou-se)<sup>134</sup>*

A falta de um regulador específico para lidar com o risco sistêmico e macroprudencial foi determinante para o agravamento da crise no referido país, segundo seus formuladores de políticas públicas. A regulação microprudencial também foi deixada de lado, na medida em que a FSA privilegiou a regulação de condutas em detrimento da regulação dos riscos específicos de cada instituição.

A implementação do modelo de regulação unificada, no caso inglês, resultou numa sobreposição entre os diferentes objetivos regulatórios, trazendo impactos negativos para estabilidade do próprio sistema financeiro.<sup>135</sup> Desse modo, uma das desvantagens atribuídas pelos acadêmicos ao modelo regulatório em questão acabou por se confirmar na prática: ao reunir todos os objetivos regulatórios em uma única estrutura, é ampliada a possibilidade de que determinados objetivos sejam menosprezados, comprometendo a efetividade do modelo de regulação financeira.

Em razão das dificuldades relacionadas à promoção efetiva dos objetivos regulatórios, a doutrina mais recente tem colocado o modelo de regulação unificada em xeque. Ainda que esta seja uma tendência do âmbito doutrinário, é preciso reconhecer que este modelo de regulação tem funcionado sem apresentar falhas graves em vários países europeus e asiáticos – ainda que alguns estejam estudando a possibilidade de migração para o modelo de regulação por objetivos. Isso demonstra, mais uma vez, que não há um modelo de regulação tido como “ótimo” para todas as jurisdições. Ainda que esta generalização não seja possível, existem alguns elementos na estrutura de regulação do mercado financeiro que podem contribuir para adoção do modelo de regulador unificado. É o caso, por exemplo, de mercados

---

<sup>134</sup> UNITED KINGDOM, HM Treasury. **A new approach to financial regulation: the blueprint for reform**, June 2011, p. 5.

<sup>135</sup> De acordo com Michael Taylor, os principais motivos que justificam a sobreposição do objetivo de proteção dos investidores sobre a preocupação com a estabilidade sistêmica foram (i) o fato de o regulador único está organizado fora da estrutura organizacional do banco central, que tem uma preocupação inerente com os riscos prudenciais e sistêmicos apresentados no mercado; e (ii) o fato de proteção ao consumidor ganhar mais respaldo do ponto de vista político, cf. “*Conduct-of-business is important and politically sensitive, and its results are easy to measure. In contrast, prudential supervision, while arguably more important, is conducted privately; its success is less easily measured, and, most of the time, it has a lower political impact than conduct-of business supervision though in times of crisis such as the present its political impact, its effect on businesses, individuals and the economy, is very much greater than conduct-of-business supervision. It is natural and rational for a supervisor with responsibility for both activities to concentrate on the one with the greater immediate political sensitivity*”. TAYLOR, Michael W. *Op. cit.*, p. 78



geograficamente menores, com um baixo número de instituições financeiras que nele atuam.<sup>136</sup>

Numa tentativa de sistematizar tais características, Richard Abrams e Michael Taylor colocam algumas questões-chave que estimulariam a adoção de tal modelo: o setor bancário é dominante; os conglomerados financeiros têm um papel importante no sistema; as distinções entre as categorias clássicas de instituições financeiras (principalmente no tocante aos produtos oferecidos) tende a desaparecer; o mercado de capitais é desenvolvido; o setor financeiro está em processo de liberalização ou rápida transformação.<sup>137</sup>

Por todo o exposto, percebe-se que o modelo de regulador único – que havia ganhado a preferência dos formuladores de políticas públicas no início do século – perdeu uma parcela de seus adeptos no contexto do mercado financeiro atual, principalmente em razão da complexidade com a qual os sistemas financeiros têm se desenvolvido e da dificuldade de harmonizar diferentes objetivos regulatórios dentro de um mesmo regulador.<sup>138</sup>

#### 4.4. Riscos e desvantagens relacionados ao modelo de regulação por objetivos na prática

Nas subseções anteriores, foram expostas as principais características que levaram diferentes jurisdições a migrarem, ou não, dos modelos de regulação setorial e unificada para o modelo de regulação por objetivos. A partir dos argumentos colocados, nota-se que há uma parcela cada vez maior da academia advogando pela adoção do modelo *twin peaks*, principalmente em razão das transformações que vêm ocorrendo na estrutura do mercado financeiro global. Já em relação às diferentes jurisdições, ainda que Reino Unido e África do

---

<sup>136</sup> Nesse sentido, Michael Taylor e Alex Fleming realizaram estudo de caso sobre o modelo de regulação unificada adotado nos países nórdicos com relativo sucesso. Os autores utilizam-se da expressão “*small country financial system rationale*” para designar países que são geograficamente menores, possuem um número elevado de conglomerados financeiros, e têm recursos escassos de estrutura e pessoal para compor as agências reguladoras. Quando tais características estão presentes, seria mais factível que esse modelo de regulação promovesse benefícios mais elevados do que os custos regulatórios impostos ao sistema financeiro. TAYLOR, Michael; FLEMING, Alex. **Integrated Financial Supervision: Lessons of Northern European Experience**, 1999.

<sup>137</sup> Cf. ABRAMS, Richard K.; TAYLOR, Michael W. **Issues in the Unification of Financial Sector Supervision**. IMF Working Paper n. 00/213, dezembro de 2000, p. 30.

<sup>138</sup> Cf. “*In many countries the objectives of regulation have become more complex and extensive. For instance, conduct of business issues have become more significant. This is most notably the case in the United Kingdom where, prior to the creation of the FSA, several agencies had been responsible for the conduct of different types of financial business and institutions. This raises the issue of whether an excessive number of institutions unnecessarily adds to complexity, uncertainty, and the costs of regulation. This was clearly the view taken by the government in the United Kingdom in 1997*”. LLEWELLYN, David T. **Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues**. World Bank Seminar. Washington D.C., junho de 2006, p. 10.

Sul tenham optado por migrarem para o modelo *twin peaks* (e o Estados Unidos tenha sugerido a implementação de tal mudança por meio de um estudo governamental), *ainda não é possível afirmar que há uma tendência clara de migração para tal modelo* – em vista que a maior parte dos países ainda adota os modelos de regulação previamente estudados. Nesse contexto, os próximos anos permitirão observar se essa possível tendência pela adoção do modelo *twin peaks* irá, de fato, se consolidar no âmbito do sistema financeiro global.

A presente subseção cuidará de discutir alguns aspectos práticos da regulação por objetivos que não foram analisados nos parágrafos anteriores. Cuidaremos de analisar outras características práticas do modelo que interferem, positiva ou negativamente, no critério de efetividade da estrutura regulatória.

Primeiro, cabe tecermos algumas considerações a respeito das limitações e desvantagens da regulação por objetivos. Ainda que nenhuma das jurisdições que adotam tal modelo tenha optado por migrar para outra estrutura, é natural perceber que o modelo *twin peaks*, assim como os demais analisados, também possui desvantagens e merece aprimoramentos. Nesse sentido, a vigência do modelo de regulação *twin peaks* australiano por mais de duas décadas fornece alguns exemplos de desafios que são enfrentados neste modelo.

Os efeitos da crise financeira global sobre a Austrália foram menores que aqueles identificados em países como Estados Unidos e Inglaterra, o que leva a supor que, mesmo não sendo o elemento central de tal sucesso, a estrutura regulatória do país contribuiu – junto com elementos externos à estrutura como, por exemplo, qualidade no exercício das funções de regulamentação, monitoramento e sanção pelos reguladores, engajamento dos servidores etc. – para a robustez da regulação e para o consequente desenvolvimento do mercado financeiro doméstico em bases sólidas. Ainda assim, alguns autores apontam que um possível acomodamento por parte dos formuladores de políticas naquele país, em razão do relativo sucesso de seu modelo, poderia acabar por comprometer a realização de “potenciais aprimoramentos no sistema de regulação financeira a fim de garantir que este continue bem posicionado para enfrentar os desafios de um sistema financeiro em evolução”.<sup>139</sup>

---

<sup>139</sup> Cf. “Australian reformers, relying on positive analysis of the Twin Peaks Model, have been less inclined to engage in a review that would disturb the current status quo for fear of negatively altering what has generally been considered an important factor in Australia’s relative successful navigation of the GFC. But, whilst the Australian financial regulatory framework surely deserves some of the praise that it has received, Australian reformers should continue to explore potential improvements to the financial regulatory system to ensure that the system will be best positioned to meet the challenges of the evolving financial system”. GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. **Twin Peaks and Financial Regulation: The Challenges of Increasing Regulatory Overlap and Expanding Responsibilities**. The International Lawyer 273-297, 2016, p. 3.

Nesse contexto, Andrew Godwin *et. al.* propõe uma análise no modelo de regulação australiano não somente no contexto da grande crise financeira, mas também das crises domésticas ocorridas na Austrália nas duas últimas décadas, as quais demonstraram claras desvantagens na estrutura regulatória vigente. Nesse contexto, os autores sumarizam dois desafios regulatórios ocorridos nesta jurisdição: o primeiro deles relacionado aos mecanismos de cooperação instituídos entre o regulador de condutas e o regulador prudencial; e o segundo referente aos limites de aplicação da competência de cada regulador, o qual pode se mostrar difícil de ser delimitado na prática, ocorrendo possível sobreposição da competência dos reguladores sobre uma mesma instituição.<sup>140</sup>

Em relação ao primeiro aspecto, os mecanismos de cooperação entre a ASIC (regulador de condutas) e a PRA (prudencial) precisaram ser aprimorados de modo a garantir uma maior efetividade na regulação desenvolvida entre os dois reguladores. Isso porque – assim como ocorre no modelo de regulação setorial – os mecanismos de cooperação entre múltiplas agencias reguladoras precisam ser otimizados de modo a minimizar a possibilidade de existirem “brechas regulatórias” ou regulações duplicadas. Nesse contexto, dois casos de quebra de instituições financeiras na Austrália – do *HIH Insurance*, em 2001, e *Trio Capital*, em 2009, – demonstraram falhas nos instrumentos de cooperação instituídos entre os dois reguladores. No primeiro caso, o regulador prudencial não informou à ASIC que a respectiva instituição estava descumprindo suas obrigações de compartilhamento periódico de informações. Desse modo, o regulador de conduta não tinha conhecimento da situação de pré-insolvência do participante em questão. Já no segundo caso, a PRA também falhou em informar que determinada instituição não estava fornecendo informações a respeito dos valores atribuídos às cotas de determinados fundos de investimento.

Em ambos os casos, os reguladores foram responsabilizados pela opinião pública pela falência das respectivas instituições financeiras. Ocorre que a ASIC deixou de receber informações que poderiam alterar a forma com a qual lidavam com as respectivas instituições. Nesse contexto, o modelo prático de regulação *twin peaks* possui uma desvantagem não elencada pelos autores clássicos, qual seja, que “o desempenho de um regulador pode depender a do desempenho do segundo”.<sup>141</sup> Após tais eventos, os reguladores procuraram

---

<sup>140</sup> GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. *Op. cit.*, p. 11.

<sup>141</sup> Cf. “Although regulators are subject to similar scrutiny under any regulatory system, the problems may become more acute under the Twin Peaks Model, which is structured in such a way that each regulator must rely on other regulators to provide the information and cooperation necessary to allow it to achieve its own regulatory objectives and to respond in a timely manner”. GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. *Op. cit.*, p. 16.

aprimorar seus instrumentos de cooperação, de modo a garantir um maior intercâmbio de informações.<sup>142</sup>

O segundo desafio do modelo diz respeito aos limites de aplicação da competência de cada regulador. Nos termos do que foi exposto na seção 2, uma das grandes vantagens do modelo de regulação por objetivos seria a separação das funções dos reguladores de acordo com objetivos próprios, que por sua vez se traduziriam em instrumentos regulatórios separados para cada um deles. Nos termos da divisão de competências estabelecida pela legislação australiana, as competências dos respectivos reguladores são estabelecidas da seguinte forma:

*The core mandates of the regulators are generally clear. APRA is responsible for maintaining financial stability; protecting the claims of authorised deposit-taking institution depositors and insurance policy-holders; and promoting prudent management of non-SMSF superannuation funds. ASIC is responsible for consumer protection and market integrity. The RBA and Payments System Board (PSB) are responsible for financial stability and controlling risk in the financial system. Each regulator is required to balance these core responsibilities against other objectives, including promoting competition and efficiency, maximising business certainty and minimising compliance costs. (grifou-se)<sup>143</sup>*

Desse modo, salvo alguns critérios institucionais utilizados no âmbito da competência do regulador prudencial (instituições depositárias, seguradoras etc.), a competência de cada regulador está diretamente vinculada ao objetivo que este deve perseguir. A experiência da Austrália, contudo, demonstra que essa separação entre reguladores não é tão clara. No caso da instituição *Agribusiness MIS*, tratava-se de uma instituição que não era relevante para estabilidade do sistema financeiro, de modo que restava fora da competência da PRA. Ocorre que esta mesma instituição era tida como possível operadora de um esquema de pirâmide, de modo que foi requerido à ASIC que estabelecesse regras de capital para a referida instituição. Após intensos debates entre o regulador de condutas (que entendia ser o instrumento de próprio da regulação prudencial e, como tal, fora da jurisdição da ASIC) e demais órgãos governamentais, se chegou a conclusão de que ainda que tal mecanismo não fosse próprio da ASIC, ela deveria utilizá-lo no âmbito da referida instituição para instituir um capital mínimo e garantir o mínimo de confiabilidade àquela instituição, protegendo indiretamente seus investidores. Nesse caso, o escopo de atuação do regulador de condutas invade a esfera

<sup>142</sup> Esses aprimoramentos consistiram em: mudança na legislação setorial para garantir meios de cooperação efetivos entre os respectivos reguladores; além disso, foram aprimorados os documentos de cooperação infralegal firmados entre ASIC e PRA.

<sup>143</sup> COMMONWEALTH OF AUSTRALIA. **Financial System Inquiry - Final Report**, março de 1997 (“Wallis Report”). Disponível em: <<http://fsi.gov.au/publications>>.

própria do regulador prudencial, demonstrando que alguma sobreposição de funções entre reguladores também será esperada nesse caso.

Os dois exemplos acima servem para ilustrar um importante fato: *apesar de a doutrina atribuir certas características inequívocas para determinados modelos teóricos, tais características podem não serem verificadas da mesma forma no âmbito prática*. Com isso, mostra-se que as técnicas de cooperação e de separação da competência entre reguladores (normalmente associadas ao modelo de regulação setorial), também se verificam neste caso.

Mesmo considerando essas ressalvas, porém, há de se reconhecer que a regulação por objetivos possui vantagens potenciais em relação à regulação setorial e à regulação unificada. Em relação a primeira, a principal vantagem diz respeito a eliminação das desvantagens decorrentes da existência de três reguladores separados para segmentos de mercado, o que poderia comprometer a consecução dos objetivos de regulação de forma harmônica. Já em relação à segunda, a regulação *twin peaks* não promove uma redução de custos tão efetiva quando comparada à unificação completa do regulador, ainda que tal fato tenha sido relevado em detrimento dos benefícios de longo prazo no contexto da efetividade. Conforme vimos, porém, as vantagens potenciais do modelo de regulação por objetivos podem não superar as desvantagens atribuídas a esse modelo, principalmente nos casos em que o sistema financeiro doméstico seja concentrado e não demonstre um alto grau de diversificação entre os serviços financeiros prestados.

Desse modo, caberá ao respectivo formulador de política pública acessar essas características de modo global no âmbito das diferentes jurisdições. Por hora, concordamos que a regulação por objetivos vem demonstrando benefícios consideráveis em relação aos dois modelos anteriores, que tendem a se materializar em grande parte das estruturas regulatórias pátrias que não possuem estruturas de mercado menos complexas e mais segmentadas, que justificariam a utilização dos modelos setorial e/ou unificado. Imaginando-se, ainda, os impactos que as inovações financeiras devem trazer para as diferentes estruturas de mercado nos próximos anos, é possível que as vantagens atribuídas à regulação por objetivos se mostrem ainda mais relevantes, em vista que mais produtos e serviços tendem a surgir nesse mercado sem o enquadramento em categorias previamente definidas pela regulação.

## CONCLUSÃO

A reforma das instituições que compõe o mercado financeiro é uma alternativa que deve ser acessada pelos formuladores de políticas públicas como forma de corrigir as falhas decorrentes dos respectivos sistemas de regulação domésticos. Se antes essa alternativa era analisada somente no âmbito doutrinário, atualmente ela é uma opção viável no âmbito das diferentes jurisdições – e as recentes reformas ocorridas no Reino Unido e na África do Sul comprovam que elas são passíveis de implementação.

Nesse contexto, a regulação por objetivos surge como uma opção consistente para endereçar os problemas das respectivas estruturas regulatórias, se colocando em muitos aspectos como uma alternativa institucional superior aos modelos de regulação setorial e unificada – ainda que em alguns casos não se mostre o modelo institucional ideal em razão de características específicas de determinadas estruturas de mercado. Nesse contexto, a evolução das estruturas de mercado, considerando os impactos provocados pelas inovações financeiras, demonstra que esse modelo tem potencial para se configurar como o mais apto a propiciar uma regulação efetiva em um futuro próximo, tendo em vista que o sistema financeiro tende a se tornar cada vez mais complexo e dinâmico, comportando cada vez mais o surgimento de serviços e produtos financeiros tidos como “complexos”, com os riscos a ele inerentes.

A hipótese deste trabalho é que *o modelo de regulação financeira por objetivos, em contraposição aos modelos de regulação por setores e regulação unificada, possui a estrutura regulatória mais apta a propiciar uma regulação efetiva do sistema financeiro, considerando a evolução pela qual este sistema vem passando ao longo das últimas décadas.* Ao longo deste trabalho, procurou-se demonstrar como a regulação por objetivos tem emergido – do ponto de vista doutrinário e, mais recentemente, também no âmbito prático – como um modelo regulatório adequado para lidar com esse “novo mercado financeiro” que está surgindo.

Se, atualmente, esse modelo de regulação já mostra vantagens consideráveis em relação aos modelos setorial e unificado, a tendência é que – nos próximos anos – essas vantagens se mostrem ainda mais aparentes na medida em que as inovações financeiras tornam cada vez menos relevantes as divisões clássicas existentes entre os segmentos de mercado bancário, securitário e de capitais. Essa divisão, que já foi bastante mitigada nos últimos vinte anos, tende a ser ainda menos relevante no contexto desses novos produtos e serviços que vem sendo oferecidos no sistema financeiro.

As evoluções do mercado financeiro global já moldaram adaptações substanciais nas estruturas regulatórias nacionais – como é o caso das reformas para instituição do modelo de regulação unificada no final do século passado.

Nesse sentido, é possível que haja, nos próximos anos, uma convergência dos países no sentido de migrarem para o modelo de regulação por objetivos, na medida em que novos riscos para regulação se materializam. Esse modelo, nas jurisdições que foi adotado, tem se mostrado mais consistente que os demais em responder à complexificação dos riscos presentes no mercado financeiro, possibilitando com isso uma regulação financeira dotada de maior efetividade.

Na medida em que *permite a consecução dos múltiplos objetivos da regulação financeira de forma harmonizada*, em um cenário de crescente complexificação dos riscos emanados do sistema financeiro, e também *amplia o limite de aplicação da regulação*, uma vez que os critérios jurídicos para determinação de competência dos reguladores não são vinculados a conceitos próprios dos setores bancário, securitário e de capitais, cuja divisão é cada vez menos perceptível do ponto de vista da prática financeira, esse modelo de regulação *se coloca como opção a ser considerada pelos formuladores de políticas públicas locais*.

## BIBLIOGRAFIA

ABRAMS, Richard K.; TAYLOR, Michael W. **Issues in the Unification of Financial Sector Supervision**. IMF Working Paper n. 00/213, dezembro de 2000. Disponível em <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00213.pdf>>. Acesso em 18 de novembro de 2017.

AGUR, Itai; Sharma, Sunil. **Rules, Discretion and Macro-Prudential Policy**. IMF Working Paper, 2013. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1365.pdf>>. Acesso em 20 de novembro de 2017.

AGUR, Itai; SHARMA, Sunil. Rules, discretion and macro-prudential policy. In: HUANG; Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (org.). **Institutional Structure of Financial Regulation: theories and international experiences**. New York: Routledge, 2015.

ARNER, Douglas W.; GIBSON, Evan. **Financial regulatory structure in Hong Kong: looking forward**. London: Routledge, 2015.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. **ASIC's regulatory sandbox**, abril de 2017. Disponível em <<http://download.asic.gov.au/media/4221445/john-price-speech-perth-fintech-meetup-published-21-april-2017.pdf>>. Acesso em 02 de novembro de 2017.

BANK OF ENGLAND. Prudential Regulation Authority. **The Prudential Regulation Authority's approach to banking supervision**, março de 2016. Disponível em <[https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/publication/the-pras-approach-to-banking-supervision-march-2016.pdf?la=en&hash=413CA273B27B2D1C\\_73B74C3B8952F7F2AB4959CD](https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/publication/the-pras-approach-to-banking-supervision-march-2016.pdf?la=en&hash=413CA273B27B2D1C_73B74C3B8952F7F2AB4959CD)>. Acesso em 20 de novembro de 2017.

BAIR, Sheila C. **The Case Against a Super Regulator**. New York Times, 1º de setembro de 2009. Disponível em <<http://www.nytimes.com/2009/09/01/opinion/01bair.html>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

BRIAULT, Clive. **The Rationale for a Single National Financial Services Regulator**, maio de 1999. Occasional Paper Series n. 2. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=428086&rec=1&srcabs=1690523&alg=1&pos=2](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=428086&rec=1&srcabs=1690523&alg=1&pos=2)>. Acesso em 2 de novembro de 2017.

BROWN, Elizabeth F. **A Comparison of the Handling of the Financial Crisis in the United States, the United Kingdom, and Australia**. Villanova Law Review, v. 55, 2010.



CANUTO, Otaviano. World Bank: **The Metamorphosis of Financial Globalisation**, 29 de setembro de 2017. Disponível em <<http://cfi.co/africa/2017/09/otaviano-canuto-world-bank-the-metamorphosis-of-financial-globalisation/>>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

CARNELL, Richard S.; MACEY, Jonathan R.; MILLER, Geoffrey P. **The Law of Financial Institutions**. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2013.

CAVALLI, Cássio. **Empresa, Direito e Economia**. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

CARMICHAEL, Jeffrey; POMERLEANO, Michael. **The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions**. Washington, DC: World Bank, 2002. Disponível em <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/15236>>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

CARMICHAEL, Jeffrey. Implementing Twin Peaks: Lessons from Australia. In: HUANG; Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (org.). **Institutional Structure of Financial Regulation: theories and international experiences**. New York: Routledge, 2015.

CIHÁK, Martin; PODPIERA Richard. **Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision**, IMF Working Paper n. 06/57, março de 2006. Disponível em <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0657.pdf>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Assessoria de Análise e Pesquisa. **Alavancagem de Fundos**, julho de 2016, p. 61. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Paper\\_Alavancagem\\_FINAL270716.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Paper_Alavancagem_FINAL270716.pdf)>. Acesso em 05 de janeiro de 2018.

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

COUNCIL OF FINANCIAL REGULATORS OF AUSTRALIA. **Annual Report**, 1998. Disponível em: <<https://www.rba.gov.au/publications/annual-reports/cfr/1998>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

COUNCIL OF FINANCIAL REGULATORS OF AUSTRALIA. **Annual Report**, 2002. Disponível em: <<https://www.rba.gov.au/publications/annual-reports/cfr/2002>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

COMMONWEALTH OF AUSTRALIA. **Financial System Inquiry - Final Report**, março de 1997 (“Wallis Report”). Disponível em: <<http://fsi.gov.au/publications>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

COMMONWEALTH OF AUSTRALIA. **Financial System Inquiry - Final Report**, novembro de 2014. Disponível em: <[http://fsi.gov.au/files/2014/12/FSI\\_Final\\_Report\\_Consolidated20141210.pdf](http://fsi.gov.au/files/2014/12/FSI_Final_Report_Consolidated20141210.pdf)>. Acesso em 25 de maio de 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

CUNNINGHAM, Lawrence A.; ZARING, David T. **The Three or Four Approaches to Financial Regulation: A Cautionary Analysis Against Exuberance in Crisis Response**, 2009. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1399204](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1399204)>. Acesso em 20 de novembro de 2017.

DIAS, Luciana Pires. **Regulação e auto-regulação no Mercado de Valores Mobiliários**. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2005.

DIAS, Luciana Pires. **Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: um Estudo Empírico das Transações com Partes Relacionadas**. Tese de Doutorado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. **Journey to the Financial Conduct Authority**, outubro de 2012. Disponível em <<https://www.fca.org.uk/publication/corporate/fsa-journey-to-the-fca.pdf>>. Acesso em 20 de novembro de 2017.

FISCH, Jill E. **Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries**. Institute for Law and Economics, 2010. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1573768>>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

FREITAS, M. Cristina P. A abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro. In FREITAS, Maria Cristina P. de (org.). **Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 90**. Brasília: IPEA, 1999.

FULLENKAMP, Connel; SHARMA; Sunil. **Good Financial Regulation: Changing the Process is Crucial**, 2012. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2044217](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2044217)>. Acesso em 20 de dezembro de 2017.

GARICANO, Luis; LASTRA Rosa M. **Towards a New Architecture for Financial Stability: Seven Principles**. CEP Discussion Paper, nº 990, julho de 2010. Disponível em <<http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/dp0990.pdf>>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

GERDING, Erik F. **Law, Bubbles, and Financial Regulation**. New York: Routledge, 2013.

GODWIN, Andrew; GUO, Li; RAMSAY, Ian. **Is Australia's 'Twin Peaks' System of Financial Regulation a Model for China?** CIFR Paper n. 102, 2016. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=2763300>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

GODWIN, Andrew; KOURABAS, Steve; RAMSAY, Ian. **Twin Peaks and Financial Regulation: The Challenges of Increasing Regulatory Overlap and Expanding Responsibilities**. The International Lawyer 273-297, 2016. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2889536](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2889536)>. Acesso em 25 de maio de 2017.

GOODHART, Charles A. Some regulatory Concerns. In: GOODHART, Charles A.E. (org), **The Emerging Framework of Financial Regulation**. Central Banking Publications, London, 1998.

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

GROUP OF 30. Working Group on Financial Supervision. **Regulatory Reforms and Remaining Challenges**, 2011. Disponível em <[http://group30.org/images/uploads/publications/G30\\_RegulatoryReformsRemainingChallenges.pdf](http://group30.org/images/uploads/publications/G30_RegulatoryReformsRemainingChallenges.pdf)>. Acesso em 25 de maio de 2017.

GROUP OF 30. Working Group on Financial Supervision. **The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace**, 2008. Disponível em <[http://group30.org/images/uploads/publications/G30\\_StructureFinancialSupervision2008.pdf](http://group30.org/images/uploads/publications/G30_StructureFinancialSupervision2008.pdf)>. Acesso em 25 de maio de 2017.

GROUP OF 30. Working Group on Shadow Banking. **Shadow Banking and Capital Markets: Risks and Opportunities**, 2016. Disponível em <[http://group30.org/images/uploads/publications/ShadowBankingCapitalMarkets\\_G30.pdf](http://group30.org/images/uploads/publications/ShadowBankingCapitalMarkets_G30.pdf)>. Acesso em 25 de maio de 2017.

HANSON, Samuel G., KASHYAP, Anil K.; STEIN Jeremy C. A Macroprudential Approach to Financial Regulation. **Journal of Economic Perspectives**, v. 25, n. 1, 2011.

HATHAWAY, Oona A. **Path Dependence in the Law: The Course and Pattern of Legal Change in a Common Law System**. LEPP Working Papers, maio de 2003. Disponível em: <[http://digitalcommons.law.yale.edu/lepp\\_papers/270](http://digitalcommons.law.yale.edu/lepp_papers/270)>. Acesso em 20 de novembro de 2017.

HUANG; Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (org.). **Institutional Structure of Financial Regulation: theories and international experiences**. New York: Routledge, 2015.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **South Africa: Financial Stability Assessment**. IMF Country Report No. 14/340, dezembro de 2014. Disponível em <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14340.pdf>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. World Bank. **Financial Sector Assessment Program: Brazil - IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**, 2013. World Bank: Washington, DC. Disponível em <<https://www.openknowledge.worldbank.org/handle/10986/15973>>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Fintech and Financial Services: Initial Considerations**, junho de 2017, disponível em <<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/SDN/2017/sdn1705.ashx>>. Acesso em 02 de novembro de 2017.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **A Comparison and Analysis of Prudential Standards in the Securities Sector**, março de 2014. Disponível em <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD438.pdf>>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Research Report on Financial Technologies**, fevereiro de 2017. Disponível em <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>>. Acesso em 02 de novembro de 2017.

KEEN, Steve. Australia versus the US and UK: the kangaroo economy. In KONZELMANN, Suzanne J.; Fovargue-Davies, Marc, (eds.). **Banking Systems in the Crisis: The Faces of Liberal Capitalism**. Oxford: Routledge, 2012.

KREMERS, Jeroen; SCHOENMAKER, Dirk. **Twin Peaks, Experiences in the Netherlands**, 2010. Disponível em <<http://www.lse.ac.uk/fmg/dp/specialPapers/PDF/SP196.pdf>>. Acesso em 20 de novembro de 2017.

KRUGMAN, Paul. **The Dilbert Strategy**. New York Times, 31 de março de 2008. Disponível em <<http://www.nytimes.com/2008/03/31/opinion/31krugman.html>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

LAGARDE, Christine. **Central Banking and Fintech: A Brave New World?**. Discurso proferido no *Bank of England Conference* em 29 de setembro de 2017. Disponível em <<https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/09/28/sp092917-central-banking-and-fintech-a-brave-new-world>>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

LASTRA, Rosa M. The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe. **Columbia Journal of European Law**, n. 49, 2003. Disponível em <[http://www.law.harvard.edu/faculty/hjackson/alumnipapers/Governance\\_in\\_EU.Lastra.pdf](http://www.law.harvard.edu/faculty/hjackson/alumnipapers/Governance_in_EU.Lastra.pdf)>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

LASTRA, Rosa M.; WOOF, Geoffrey. Crises of 2007-09: Nature, Causes, and Reactions. **The Journal of International Economic Law**, v. 13, 2010.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. In: **Revista de Direito Mercantil**, n. 14, 1964.

LLEWELLYN, David T. **Costs and Benefits of Regulation in Retail Investment Services**. AUTIF Annual Conference, London, novembro de 1995.

LLEWELLYN, David T., **Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues**. World Bank Seminar - Aligning Supervisory Structures with Country Needs, Washington D.C., junho de 2006.

LLEWELLYN, David T. Re-engineering the Regulator. In: **The Financial Regulator**, dezembro de 1996.

LLEWELLYN, David. **The Economic Rationale for Financial Regulation**. FSA Occasional Paper, abril de 1999. Disponível em

<[http://finra.complinet.com/net\\_file\\_store/new\\_rulebooks/f/s/FSA\\_Occasional\\_Paper1\\_Economic\\_Rationale\\_for\\_Regulation\\_99.pdf](http://finra.complinet.com/net_file_store/new_rulebooks/f/s/FSA_Occasional_Paper1_Economic_Rationale_for_Regulation_99.pdf)>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

LUDWIG, Eugene A. **Lessons Learned from the 2008 Financial Crisis**, 2008. Group of Thirty. Disponível em <[http://group30.org/images/uploads/publications/G30\\_LessonsLearned2008FinancialCrisis.pdf](http://group30.org/images/uploads/publications/G30_LessonsLearned2008FinancialCrisis.pdf)>. Acesso em 25 de maio de 2017.

LUI, Alison. Single or Twin? The UK financial regulatory landscape after the financial crisis of 2007-2009. **Journal of Banking Regulation**, v. 13, janeiro de 2012.

LUMPKIN; Stephen. Organisation for Economic Co-operation and Development. **Supervision of Financial Services in the OECD Area**, 2002. Disponível em <<http://www.oecd.org/finance/insurance/2089622.pdf>>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

MAGNUSON, William. Financial Regulation in the Bitcoin Era. **Stanford Journal of Law, Business, and Finance**, v. 23, n. 2, 2018, disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3148036](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3148036)>. Acesso em 10 de março de 2018.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo, Natureza jurídica das atividades das Bolsas de Valores. **Revista dos Tribunais**, ano 75, jan.1986.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo, O conceito de valor mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 24, n. 59, jul./set 1985.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO; Viviane Muller, Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.), **Direito e Economia: 30 anos de Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2012.

MASCIANDARO, Donato; PANSINI, Rosaria V.; QUINTYN, Marc. **The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter?** IMF Working Paper, novembro de 2011. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11261.pdf>>. Acesso em 20 de novembro de 2017.

MASCIANDARO, Donato; QUINTYN, Marc. Helping hand or grabbing hand? Supervisory architecture, financial structure and market view. In: HUANG; Robin Hui;

SCHOENMAKER, Dirk (org.). **Institutional Structure of Financial Regulation: theories and international experiences**. New York: Routledge, 2015.

MELO, Renato Schermann Ximenes de (org.). **Bancos e serviços financeiros: visões atuais**. São Paulo: Blucher, 2017.

MICHAEL, Bryane; GOO Say Hak; WOJICK, Dariusz. **Does Objectives-Based Financial Regulation Imply a Rethink of Legislatively Mandated Economic Regulation?**, novembro de 2014. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2523346](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2523346)>. Acesso em 20 de novembro de 2017.

MONETARY AUTHORITY OF SINGAPORE. **Fintech Regulatory Sandbox Guidelines**, novembro de 2016, disponível em <<http://www.mas.gov.sg/~media/Smart%20Financial%20Centre/Sandbox/FinTech%20Regulatory%20Sandbox%20Guidelines.pdf>>. Acesso em 02 de novembro de 2017.

MOREIRA, Vital. **Auto-regulação profissional e administração pública**. Coimbra: Almedina, 1997.

NIER, Erlend Walter. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. IMF Working Paper n. 09/70, abril de 2009. Disponível em <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0970.pdf>>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

NORTON ROSE FULBRIGHT. **Beyond law: understanding the scope of conduct regulation**, abril de 2014. Disponível em <<http://www.nortonrosefulbright.com/files/beyond-law-understanding-the-scope-of-conduct-regulation-115391.pdf>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

NODA, Margareth. **Acesso Eletrônico e Tendências para a Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários**. Dissertação de Mestrado – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. Policy Framework for Effective and Efficient Financial Regulation, 2010. Disponível em <<https://www.oecd.org/finance/financial-markets/44362818.pdf>>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

POSNER, Richard; SCOTT, Kenneth E. **Economics of Corporation Law and Securities Regulation**. Boston: Little Brown and Company, 1980.



RESERVE BANK OF AUSTRALIA. **Australia's New Financial Regulatory Framework.** Reserve Bank of Australia Bulletin, 1998. Disponível em <<https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/1998/jul/pdf/bu-0798-1.pdf>>. Acesso em 20 de novembro de 2017.

REPUBLIC OF SOUTH AFRICA. National Treasury. **Financial Sector Bill: Impact Study of the Twin Peaks Reforms**, abril de 2016. Disponível em <<http://www.treasury.gov.za/twinpeaks/Impact%20Study%20on%20Twin%20Peaks%20Reforms.pdf>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

SCHOENMAKER, Dirk; KREMERS, Jeroen. Financial stability and proper business conduct: can supervisory structure help to achieve these objectives? In: HUANG; Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (org.). **Institutional Structure of Financial Regulation: theories and international experiences.** New York: Routledge, 2015.

SOUTH AFRICA. **Financial Sector Regulation Bill**, 2017. Disponível em <<http://www.treasury.gov.za/twinpeaks>>. Acesso em 20 de dezembro de 2017.

SZTAJN, Rachel, Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 135, jul./set. 2004.

TAYLOR, Michael W. Regulatory reform after the financial crisis: Twin Peaks revisited. In: HUANG; Robin Hui; SCHOENMAKER, Dirk (org.). **Institutional Structure of Financial Regulation: theories and international experiences.** New York: Routledge, 2015.

TAYLOR, Michael W. **Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century.** London: Centre for Study of Financial Innovation, 1995.

TAYLOR, Michael W. **Peak Practice: How to Reform the UK's regulatory System.** London: Centre for Study of Financial Innovation, 1996.

TAYLOR, Michael W. **Twin Peaks' Revisited... a second chance for regulatory reform**, London: Centre for the Study of Financial Innovation, 2009.

TAYLOR, Michael W. The Road from “Twin Peaks” – And the Way Back. **Connecticut Insurance Law Journal**, v. 16, 2009. Disponível em <<http://insurancejournal.org/wp-content/uploads/2011/07/Abstract-21.pdf>>. Acesso em 20 de novembro de 2017.



TAYLOR, Michael; FLEMING, Alex. **Integrated Financial Supervision: Lessons of Northern European Experience**, 1999. Disponível em <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.476.466&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). **Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos**. IOB, 2002.

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. **Regulação e auto-regulação no Brasil e a crise internacional**, 2009. Disponível em <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure**, 2008. Disponível em <<https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/Blueprint.pdf>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

UNITED KINGDOM. HM Treasury. **A new approach to financial regulation: the blueprint for reform**, junho de 2011. Disponível em <<https://www.gov.uk/government/consultations/a-new-approach-to-financial-regulation-the-blueprint-for-reform>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

UNITED KINGDOM. **Financial Services and Market Act**, 2000. Disponível em <<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012>>. Acesso em 10 de dezembro de 2017.

VERMEULEN, Erik; FENWICK, Mark; KAAL, Wulf A. **Regulation Tomorrow: What Happens When Technology is Faster than the Law?**, 2016. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2834531](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2834531)>. Acesso em 02 de novembro de 2017.

VOLCKER, Paul A. **Three Years Later: Unfinished Business in Financial Reform**. Washington D.C.: Group of Thirty, 2011. Disponível em <[http://group30.org/images/uploads/publications/G30\\_ThreeYearsLaterUnfinishedBusiness.pdf](http://group30.org/images/uploads/publications/G30_ThreeYearsLaterUnfinishedBusiness.pdf)>. Acesso em 25 de maio de 2017.

WYMEERSCH, Eddy. **The Structure of Financial Supervision in Europe, about single, twin peaks and multiple financial supervisors**, 2006. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=946695>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

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

YAZBEK, Otavio. Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão. In: SATIRO, Francisco (org.), **Mercado de Capitais**. São Paulo: Saraiva, 2013.

ZETZSCHE, Dirk; BUCKLE, Ross P.; ARNER, Douglas W.; BARBERIS, Janos Nathan. **Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation**, 2017. EBI Working Paper Series, n. 11. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3018534](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3018534)>. Acesso em 02 de novembro de 2017.