

Não é tão simples assim

Modelo regulatório tem sido posto à prova por mudanças financeiras, em particular o crescimento e sofisticação do mercado de dívida privada

Por **Gustavo Loyola**

23/02/2026 05h02 · Atualizado há um dia

O ministro da Fazenda, Fernando Haddad, sugeriu recentemente a transferência da regulação e fiscalização dos fundos de investimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para o Banco Central (Bacen). A sugestão de Haddad ocorre como reação às recentes investigações de fraudes e irregularidades no mercado financeiro que envolvem empresas gestoras e administradoras de fundos.

A ideia ventilada pelo ministro tem algum mérito, mas sua operacionalização é complexa e, se implantada, não será uma bala de prata para blindar o mercado em relação a desvios de conduta de gestores e administradores de fundos de investimento.

Há dois modelos teóricos básicos de estruturação da regulação e fiscalização das entidades do mercado financeiro e de capitais. O primeiro deles privilegia a especialização no âmbito de cada entidade de acordo com a natureza e operação dos entes regulados, como ocorre grosso modo no Brasil. O segundo deles é o chamado modelo “Twin Peaks”, no qual há a opção pela separação entre a regulação prudencial e a regulação da conduta dos intermediários financeiros. Cada um desses modelos tem suas vantagens e desvantagens, como veremos adiante.

A força do modelo “Twin Peaks” é justamente a especialização institucional. De fato, a supervisão prudencial exige conhecimentos e habilidades que não necessariamente estão ao alcance do regulador de condutas e vice-versa. Ademais, esse modelo permite que o órgão regulador de conduta tenha uma visão holística do ponto de vista dos clientes participantes do mercado financeiro. Trata-se, no entanto, de um modelo institucional minoritário no mundo, muito embora prevaleça em economias relevantes como a do Reino Unido.

Por outro lado, e de modo paradoxal, a fraqueza do modelo “Twin Peaks” está na crescente dificuldade de se separar as questões de conduta das instituições financeiras dos aspectos prudenciais. Por exemplo, a grande crise financeira de 2007/2008 teve como uma de suas causas principais a oferta inadequada de produtos de crédito imobiliário para mutuários que não tinham condições sustentáveis de honrar seus compromissos, fato que gerou uma montanha de créditos de elevadíssimo risco (“subprime”), com consequências sistêmicas negativas.

Em síntese, em um mercado em que as fronteiras tradicionais entre bancos e instituições não bancárias deixaram de existir, e no qual o risco sistêmico não é mais uma condição inerente apenas aos bancos que recebem depósitos, a opção pela regulação “Twin Peaks” exige alto grau de coordenação entre os entes reguladores, coisa difícil de se obter no mundo real. Ao contrário, são grandes o risco de sobreposição de trabalho regulatório gerando ineficiências e aumentando o custo de compliance para os regulados, ao mesmo tempo em que são criadas zonas cinzentas e lacunas onde nenhum dos reguladores se faz presente de maneira efetiva.

Trazendo a questão para o Brasil, é preciso salientar, em primeiro lugar, que a experiência internacional indica que a estrutura institucional da regulação é muito dependente de questões histórico-culturais, o que sinaliza claramente o risco da adoção de modelos importados sem a devida consideração dos fatores intrínsecos a cada jurisdição.

Ausência de mecanismos eficazes de coordenação e troca de informações entre o BC e CVM limita capacidade de supervisão

Como dissemos anteriormente, no Brasil predomina o modelo de especialização, em que convivem instituições reguladores diversas como o Bacen, a CVM, a Susep etc., refletindo em grande medida o fato de que a legislação original foi redigida numa época em que não existiam ainda os bancos múltiplos e nem o aprofundamento maior do fenômeno da conglomerização no mercado financeiro brasileiro.

Em que pese a grande evolução da regulação financeira no Brasil, inclusive com a edição de leis que trouxeram grandes aperfeiçoamentos ao arcabouço regulatório vigente, o atual modelo regulatório tem sido colocado à prova pela velocidade e profundidade da adoção de inovações no mercado financeiro e de capitais. Entre elas, se destaca, particularmente, o crescimento e maior sofisticação do mercado de dívida privada, através primordialmente do uso de veículos tais como os fundos de direitos creditórios, fundos multimercado e fundos imobiliários. Vários fatores explicam o rápido crescimento do mercado de dívida tendo como veículo os fundos, mas não resta dúvida que a maior exigência de capital para bancos, após a crise de 2008/2009, gerou incentivos maiores para o carregamento de títulos de crédito fora do balanço dos bancos estritamente regulados pelo Bacen.

Como consequência, parte relevante do crédito saiu da esfera regulatória do Banco Central passando para a CVM, que é um regulador especializado em conduta. Essa é, justamente, a questão que o ministro da Fazenda sugere endereçar por meio da transferência da regulação dos fundos da CVM para o Bacen.

Contudo, essa transferência pura e simples da competência de um regulador para o outro não resolveria a questão, pois o problema está hoje muito mais na ausência de mecanismos eficazes de coordenação e troca de informações entre o Bacen e a CVM, assim como na falta de autonomia financeira e orçamentária de ambos os órgãos, fato que tem limitado fortemente suas capacidades para supervisionar de modo eficaz um mercado que a cada dia se torna maior e mais complexo.