

TWIN PEAKS E A REGULAÇÃO FINANCEIRA DO NOVO SÉCULO: LIÇÕES DO REINO UNIDO

Pedro Wohlcke Thiengo (Fundação Getúlio Vargas - FGV)¹⁹⁵

Resumo O presente artigo pretende levantar e avaliar as possíveis vantagens da implementação do modelo de supervisão *twin peaks*, à luz da análise das reformas institucionais realizadas no Reino Unido a partir de 2013, com a criação de duas agências independentes para regular e supervisionar o sistema financeiro como um todo. Notadamente, busca-se explorar as repercussões positivas da transição de abordagem regulatória sobre a atuação integrada dos supervisores do mercado financeiro, investigando potenciais sinergias e ganhos de eficiência. O estudo fornece contribuições para a discussão em curso sobre os aprimoramentos do desenho institucional para a regulação financeira no Brasil.

Palavras-chave: regulação; regulação financeira; sistema financeiro nacional; mercado financeiro; twin peaks; supervisão; Reino Unido.

1. Introdução; **2.** Os fundamentos da regulação financeira; **3.** A escolha da arquitetura institucional: abordagens regulatórias e *trade-offs*; **4.** Estudo de caso: a implementação do Twin Peaks no Reino Unido; **5.** *Twin Peaks*: Um modelo de regulação financeira para o novo século? **6.** Conclusões. **7.** Referências.

1. INTRODUÇÃO

¹⁹⁵ Advogado, especializado em direito societário e mercado de capitais. Assessor técnico da Presidência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Mestrando em Direito da Regulação na Fundação Getúlio Vargas (FGV).

A constante transformação do sistema financeiro¹⁹⁶ e os desafios que dela emergem têm pressionado formuladores de políticas públicas e reguladores ao redor do mundo a repensarem os seus modelos regulatórios, impelindo à proposição de novos arranjos e configurações para a regulação financeira.

As diferentes jurisdições têm variado nas estratégias e nas respostas institucionais adotadas para promover o funcionamento eficiente de seus mercados financeiros. A opção por determinado modelo regulatório é condicionada por uma conjugação de fatores, tais como a estrutura e a complexidade do setor financeiro, o arcabouço institucional existente, a tradição jurídica e o aprendizado com experiências anteriores em períodos de crise e instabilidade.

No Brasil, o Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresenta uma estrutura complexa, que envolve a interação e a atuação coordenada de diversas entidades e instituições, reunindo agentes normativos, entidades supervisoras e operadoras.¹⁹⁷ Classicamente, o sistema financeiro é segmentado em quatro subsistemas: os mercados de crédito, de capitais, cambial e monetário.¹⁹⁸

196 No presente artigo, utiliza-se o termo “sistema financeiro” para designar o conjunto de entidades e instituições, públicas e privadas, que atuam para viabilizar a transferência de recursos entre agentes econômicos deficitários e superavitários, englobando os seus subsistemas: mercados de crédito, de capitais, cambial e monetário. Por sua vez, a “regulação financeira” é empregada em sentido amplo, abrangendo a regulamentação e a supervisão do sistema financeiro.

197 Adota-se aqui a categorização funcional feita pelo Banco Central do Brasil, conforme esquema disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 15 de out. 2024. No mesmo sentido, ver PITTA, André Grunspun. PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. “Sistema Financeiro Nacional”. In: **Direito do mercado de valores mobiliários**. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022.

198 De acordo com Eizirik *et. al.*, no mercado de crédito, são realizadas as operações bancárias típicas de captação de recursos e de seu empréstimo, com a intermediação da instituição financeira. Já no mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários), são efetuadas operações que não apresentam a natureza de negócios creditícios, mas que visam, basicamente, a canalizar recursos para as entidades emissoras, através de capital de risco, mediante a emissão pública de valores mobiliários e sem a presença de intermediários. No mercado cambial, são efetuadas operações de curto prazo, de compra e venda de moeda estrangeira, com a necessária a intermediação de instituições financeiras, que se destinam a viabilizar o fluxo de capitais para dentro e para fora do País. Por fim, o mercado monetário é caracterizado pela realização de operações de curto ou curtíssimo prazo com títulos públicos, mediante as quais

Em uma primeira camada, a estrutura é composta por três órgãos colegiados vinculados ao Poder Executivo, com competência normativa: o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC). Estes conselhos são responsáveis por fixar nacionalmente as diretrizes e as normas gerais da política da moeda e do crédito, de seguros privados e da previdência complementar, respectivamente.

O funcionamento do sistema também contempla a atuação de quatro entidades supervisoras: o Banco Central do Brasil (BACEN), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). Essas autarquias federais são responsáveis por fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver os mercados sob sua supervisão, podendo editar normas específicas sobre o seu funcionamento e sobre a atuação dos operadores.

Por fim, os operadores são as instituições que atuam profissionalmente na oferta de serviços financeiros, que viabilizam o fluxo de recursos entre os agentes econômicos no ambiente de mercado.¹⁹⁹

A dispersão das funções de supervisão do mercado financeiro entre várias entidades supervisoras setoriais imprime desafios de coordenação regulatória e dificuldades na consecução de estratégias e objetivos regulatórios. Em revisão recente do ambiente regulatório brasileiro, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) emitiu recomendações voltadas à promoção da

as autoridades monetárias atuam sobre o nível de liquidez da economia. EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. pp. 33-35.

199 São exemplos de operadores os bancos e caixas econômicas, bolsas de valores e futuros, administradoras de consórcios, seguradoras e resseguradoras, corretoras e distribuidoras de valores, corretoras de câmbio, bolsas de valores e mercadorias, sociedades de capitalização e entidades abertas e fechadas de previdência complementar.

consolidação e coordenação das funções regulatórias, de modo a propiciar uma abordagem holística e consistente.²⁰⁰

Nessa esteira, o Ministério da Fazenda tem discutido reformas substanciais na arquitetura institucional da regulação financeira, estudando a adoção do modelo de supervisão conhecido como *twin peaks*²⁰¹, em que duas agências/entidades compartilham as atribuições para a regulação de todo o sistema financeiro. Com nítida inspiração no modelo inglês, a proposta envolve a conversão do BACEN e da CVM em “super-reguladores” do sistema financeiro, ficando responsáveis pela regulação e supervisão prudencial dos mercados e pela supervisão de condutas e proteção dos investidores/consumidores, respectivamente.²⁰²

200 No OECD Reviews of Regulatory Reform (2022), a organização destaca que “Several regulatory oversight functions are dispersed across various administrative areas and entities, leading to co-ordination gaps and difficulties in defining a longterm strategy for the rollout of better regulatory policy”. A esse respeito, o documento consolida as seguintes recomendações para a jurisdição brasileira: (i) “define and consolidate most, if not all, regulatory oversight functions to a single body with the highest political support and adequate governance arrangements”; (ii) “promote a holistic approach to better regulation by bringing together good regulatory practices in a single high-level document”; (iii) “develop an implementation strategy of the policy objectives on regulatory quality with clear milestones and defined co-ordination mechanisms”. OECD (2022), Regulatory Reform in Brazil, OECD Reviews of Regulatory Reform, OECD Publishing, Paris, p. 16. <https://doi.org/10.1787/d81c15d7-en>.

201 O modelo *Twin Peaks* foi originalmente proposto por Taylor (1995), propondo a constituição de duas agências com diferentes objetivos: uma responsável pela estabilidade financeira e outra responsável pela proteção ao consumidor. (Ver TAYLOR, Michael. **Twin Peaks: a regulatory structure for the new century**. Centre for Study of Financial Innovation, 1995. Alguns anos depois, o autor revisitou suas conclusões em TAYLOR, Michael. ‘Regulatory reform after the financial crisis: twin peaks revisited’. HUANG, R. SCHOENMAKER, D.(eds.). **Institutional Structure of Financial Regulation: Theories and International Experiences**. Routledge: Abingdon, 2015.)

202 Confira-se, por exemplo: PIMENTA, Guilherme. Fazenda planeja transformar BC e CVM em super-reguladores do mercado. **Valor econômico**, São Paulo, Finanças, 17/07/2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/17/fazenda-planeja-transformar-bc-e-cvm-em-super-reguladores-do-mercado.ghtml>. Acesso em 15 out. 2024; MARINS, Lucas. Fazenda estuda mudar atribuições de BC e CVM nos moldes do Reino Unido, diz jornal. **Infomoney**, São Paulo, Política, 17/07/2024. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/politica/fazenda-estuda-mudar-atribuicoes-de-bc-e-cvm-nos-moldes-do-reino-unido-diz-jornal/>. Acesso em: 15 out. 2024.

O presente artigo tem por *objetivo geral* levantar e avaliar as possíveis vantagens da implementação do modelo *twin peaks*, à luz de uma análise das reformas institucionais realizadas no Reino Unido a partir de 2013, com a criação de duas agências independentes para regular e supervisionar o sistema financeiro como um todo. Notadamente, busca-se explorar as repercussões positivas da transição de abordagem regulatória sobre a integração e a eficiência dos supervisores do mercado financeiro. Contudo, a pesquisa não pretende fornecer uma defesa definitiva em prol da superioridade *a priori* do modelo *twin peaks*, o que naturalmente demandaria um aprofundamento das análises comparativas.²⁰³

Com este propósito, coloca-se o seguinte *problema de pesquisa*: à luz do estudo de caso do Reino Unido, quais são as potenciais vantagens da abordagem *twin peaks* em comparação com o modelo setorial de regulação financeira? A *hipótese* sustentada é de que a regulação por objetivos no formato *twin peaks* contribuiu para aprimorar a estrutura de regulação financeira no Reino Unido, com ganhos de eficiência pelo aproveitamento de sinergias e pela maior integração entre as entidades supervisoras.

A pesquisa encontra *justificativa* na corrente discussão em torno da transformação das atribuições de órgãos de supervisão do sistema financeiro no Brasil, consoante proposta do Ministério da Fazenda. O estudo da experiência regulatória do Reino Unido é especialmente relevante na medida em que esta jurisdição é declaradamente uma inspiração para os estudos de uma eventual reforma do arcabouço institucional brasileiro. Em acréscimo, esta jurisdição transitou nas últimas décadas entre os três grandes modelos de regulação financeira (setorial, agência única e *twin peaks*), o que a torna um estudo de caso rico e esclarecedor.

A *metodologia* adotada consiste em uma construção inicial teórica dos fundamentos e das principais estratégias da regulação financeira. Posteriormente, será feita uma revisão documental e bibliográfica

203 Trata-se de agenda de pesquisa de grande relevância, e que deve ser complementada com outros estudos.

voltada ao escrutínio da experiência de implementação do *twin peaks* no Reino Unido, destacando os resultados dessa transição.

2. OS FUNDAMENTOS DA REGULAÇÃO FINANCEIRA

Em linhas gerais, o sistema financeiro é organizado para propiciar a transferência eficiente de recursos entre agentes econômicos superavitários, com disponibilidade para investir suas poupanças (*poupadores*), e agentes deficitários, que necessitam de tais recursos para desenvolver seus projetos e atividades (*tomadores*).

As transações que ocorrem neste ambiente são suscetíveis a apresentar falhas de mercado, que comprometem a eficiência das trocas livremente estabelecidas entre os agentes econômicos. Notadamente, verifica-se uma acentuada assimetria informacional característica das operações financeiras, dado que os investidores normalmente possuem um nível informacional consideravelmente inferior sobre os ativos e oportunidades de investimento em relação aos intermediários. Além das falhas de mercado usuais, poupadores e tomadores nem sempre tomam as decisões que maximizam os seus interesses, muitas vezes recorrendo a vieses cognitivos e heurísticas ao determinar como irão destinar seus recursos.²⁰⁴

204 Os desenvolvimentos teóricos da Economia Comportamental (*behavioral economics*) questionam as premissas da economia neoclássica, salientando as limitações do homem real em tomar decisões que maximizem os seus interesses. A esse respeito, veja-se: *‘Traditional law and economics is largely based on the standard assumptions of neoclassical economics. These assumptions are sometimes useful but often false. People display bounded rationality: They suffer from certain biases, such as overoptimism and self-serving conceptions of fairness; they follow heuristics, such as availability, that lead to mistakes; and they behave in accordance with prospect theory rather than expected utility theory. People also have bounded willpower; they can be tempted and are sometimes myopic. They take steps to overcome these limitations. Finally, people are (fortunately!) boundedly self-interested. They are concerned about the well-being of others, even strangers in some circumstances, and this concern and their self-conception can lead them in the direction of cooperation at the expense of their material self-interest (and sometimes spite, also at the expense of their material self-interest). Most of these bounds can be and have been made part of formal model’*. JOLLS, Christine; SUNSTEIN, Cass; THALER, Richard. **A Behavioral Approach to Law and Economics**. Stanford Law Review, Vol. 50, July, 1998. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=74927>. Acesso em: 23 dez. 2024.

Os mercados financeiros apresentam ainda uma estrutura peculiar, altamente interconectada e bastante sensível à perturbação de efeitos sistêmicos. Assim sendo, existe uma preocupação adicional com a preservação do equilíbrio do sistema, demandando um contínuo controle da liquidez e volatilidade dos ativos e da integridade das instituições financeiras, de modo a gerir o risco de falhas sistêmicas e do alastramento de crises e disfuncionalidades. Outro traço distintivo é a crescente internacionalização desses mercados, que se desdobra em uma forte relação de interdependência entre os sistemas financeiros globais.

A atividade regulatória no setor financeiro, enquanto intervenção estatal sobre o campo das atividades privadas, visa a promover a eficiência alocativa mediante a correção de falhas e o condicionamento de comportamentos. Nesse sentido, a regulação financeira é tradicionalmente identificada com a consecução de alguns objetivos centrais, quais sejam: (i) a estabilidade sistêmica; (ii) a higidez e credibilidade das instituições financeiras e outros participantes de mercado; e (iii) a proteção dos clientes/investidores.²⁰⁵

A partir dessa premissa, alguns autores²⁰⁶ propõem uma tipologia para a atividade regulatória no sistema financeiro, subdividindo-a em três dimensões de atuação: regulação sistêmica, de condutas e prudencial.

A regulação sistêmica abrange mecanismos, técnicas e instrumentos de proteção da estabilidade e credibilidade do sistema financeiro como um todo, considerando o seu elevado grau de integração, de forma a mitigar os riscos de comprometimento da sua estrutura e o alastramento de problemas e crises. Cita-se, por exemplo, medidas como os regimes especiais de solvência e intervenção em

205 GOODHART, Charles A. "Some regulatory concerns". In: GOODHEART, Charles A. (ed.). **The emerging framework of financial regulation**. London: Central Banking Publications, 1997.

206 YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 193.

bancos, a atuação do fundo garantidor de depósitos bancários e a operacionalização dos sistemas de pagamentos.

Na regulação de condutas, são estabelecidos arquétipos de comportamento e procedimentos a serem seguidos pelos agentes em suas relações concretas, prescrevendo-se obrigações positivas e negativas. De forma geral, a desconformidade (*non compliance*) às regras de conduta dá ensejo à aplicação de sanções. Esse tipo de regulação contempla medidas de prestação de informações obrigatórias, adequação da oferta de produtos ao perfil dos investidores (*suitability*) e regras para administração de recursos de terceiros, por exemplo.

Por fim, a regulação de tipo prudencial centra-se sobre as instituições em si, criando procedimentos para o controle e gerenciamento de riscos e o estabelecimento de requisitos mínimos de capital para fazer frente aos riscos decorrentes de suas atividades e operação.

Diferentes arranjos institucionais podem ser desenhados e engendrados para executar essas funções regulatórias típicas²⁰⁷, de forma a dar cumprimento aos objetivos a que a regulação financeira se destina a atender. A questão que ora se coloca, portanto, não diz respeito a quais atividades deveriam ser incluídas ou suprimidas do rol de incumbências das entidades supervisoras, mas sim qual seria a maneira mais eficiente de distribuir as responsabilidades na estrutura de supervisão de modo a otimizar a cooperação entre os reguladores do sistema financeiro.

207 Llewellyn (2004, p. 24) identifica dez funções universais dos reguladores do sistema financeiro: “*The basic functions performed by regulatory agencies are universal and cover 10 main areas: (1) prudential regulation for the safety and soundness of financial institutions, (2) stability and integrity of the payments system (3) prudential supervision of financial institutions, (4) conduct-of-business regulation (that is, rules about how firms conduct business with their customers), (5) conduct-of-business supervision, (6) safety net arrangements such as deposit insurance and the lender-of-last-resort role performed by the central bank, (7) liquidity assistance for systemic stability; that is, liquidity assistance for solvent institutions, (8) the handling of insolvent institutions, (9) crisis resolution, (10) issues related to market integrity*”. LLEWELLYN, David T. ‘*Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues*’. In: CARMICHAEL, Jeffrey. FLEMING, Alexander; LLEWELLYN, David T. (eds.). **Aligning financial supervisory structures with country needs**. Washington: World Bank Institute, 2004. p. 24.

3. A ESCOLHA DA ARQUITETURA INSTITUCIONAL: ABORDAGENS REGULATÓRIAS E *TRADE-OFFS*

A estrutura institucional²⁰⁸ é determinante para a efetividade geral das atividades de regulamentação e supervisão do sistema financeiro, tendo em conta que influenciam diretamente a capacidade técnica, as atribuições e a cultura de cada entidade reguladora, assim como condicionam as abordagens que elas podem vir a adotar.²⁰⁹ De acordo com a literatura²¹⁰, existem quatro métodos básicos para modelar a arquitetura da regulação financeira: institucional, setorial/funcional, unificado e por objetivos.

A abordagem institucional (*institutional or traditional model*) foca na forma das instituições objeto da regulação, delegando-a a um regulador específico. É o método adotado em países como China e México.

O segundo modelo de regulação funcional ou setorial (*functional or sectoral model*), pressupõe múltiplos reguladores, independentes e autônomos entre si, exercendo as funções regulatórias sobre cada subsistema do mercado financeiro. Tipicamente, cada autoridade é responsável pela supervisão e regulação de condutas exclusivamente em relação ao setor por ela regulado, com o escopo determinado pelo tipo de operações e produtos abrangidos (separação funcional). O modelo prestigia a especialização e a autonomia dos reguladores. Como visto, a regulação do sistema financeiro brasileiro é estruturada

208 Aqui, o termo “estrutura institucional” (ou “arquitetura institucional”) é utilizado para designar o conjunto de instituições (*agencies*) responsáveis pela regulamentação e supervisão do sistema financeiro.

209 Nesse sentido, ver (i) LLEWELLYN, David T. “Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues”. In: CARMICHAEL, Jeffrey. FLEMING, Alexander; LLEWELLYN, David T. (eds.). **Aligning financial supervisory structures with country needs**. Washington: World Bank Institute, 2004. p. 17-85; (ii) SCHMULOW, Andrew. **The four methods of financial system regulation: An international comparative survey** (2017). 26 JBFLP 151, UWA School of Law Research Paper. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3082092>. Acesso em: 27 dez. 2024.

210 ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca; GORDON, Jeffrey; MAYER, Colin; PAYNE, Jennifer. **Principles of financial regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2016.

de acordo com a lógica setorial, com quatro entidades supervisoras repartindo as atribuições regulatórias.

Por sua vez, o modelo unificado ou integrado (*unified or integrated model*) concentra em uma única entidade reguladora as atribuições para garantir a higidez do sistema e para exercer a regulação de condutas em todos os setores financeiros. Esse arranjo é calcado na existência de sinergias importantes na supervisão de bancos, seguradoras e integrantes do mercado de capitais. O primeiro país a instituir uma autoridade única foi Singapura (1984), acompanhado pelos países escandinavos nos anos subsequentes. Não obstante, a adoção do modelo unificado no Reino Unido, em 1997, por meio da concentração das atribuições na *Financial Services Authority (FSA)*, constituiu um importante marco a partir do qual esta alternativa ganhou repercussão internacional.

Por fim, o quarto método de regulação por objetivos (*objective-based model*) pressupõe a designação de competências e atribuições aos reguladores a partir de objetivos bem delimitados perseguidos pela regulação financeira. *Twin Peaks* é uma espécie do gênero regulação por objetivos, em que uma agência será responsável pela supervisão e estabilidade sistêmica, enquanto outra agência cuidará da regulação de condutas e da proteção dos consumidores e investidores para todos os tipos de instituições financeiras.

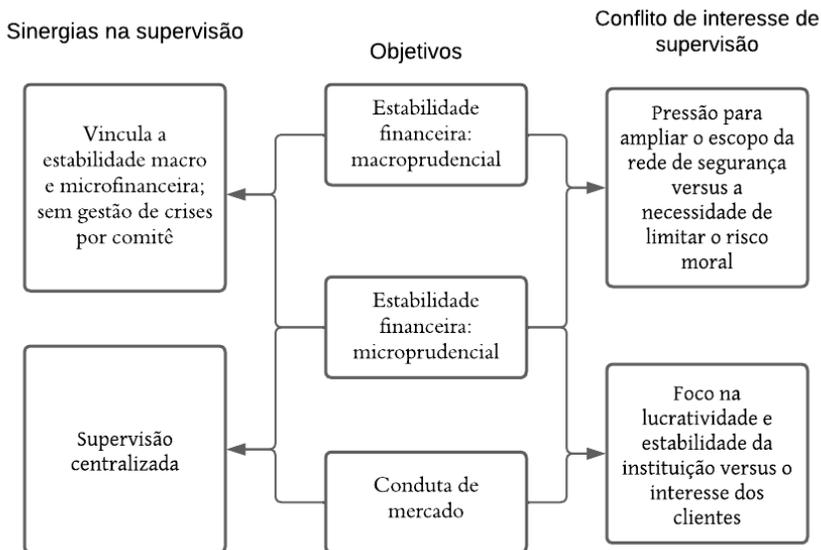


Figura 1: Sinergias e conflitos de interesse na supervisão do mercado financeiro ²¹¹

A escolha por determinada arquitetura institucional, com maior ou menor grau de integração entre as entidades reguladoras que a compõem, envolve a ponderação de *trade-offs* entre potenciais sinergias e conflitos de interesses. Nesse sentido, Kremers *et. al.* (2003)²¹² desenvolveram uma moldura para guiar a análise dos *trade-offs* associados a cada arranjo:

Considerando-se a tipologia apresentada, a arquitetura institucional pode se beneficiar das sinergias existentes, mediante a distribuição das competências e responsabilidades entre suas agências. Por exemplo, ao concentrar as atribuições de regulação sistêmica e de

211 Tradução livre da figura esquemática elaborada pelos autores em KREMERS, Jeroen. SCHOENMAKER, Dirk WIERTS, Peter. Cross-Sector Supervision: Which Model? In: R. Herring and R. Litan (eds.), **Brookings-Wharton Papers on Financial Services**: 2003, Brookings Institution, Washington DC, 225–243.

212 KREMERS, Jeroen. SCHOENMAKER, Dirk WIERTS, Peter. Cross-Sector Supervision: Which Model? In: R. Herring and R. Litan (eds.), **Brookings-Wharton Papers on Financial Services**: 2003, Brookings Institution, Washington DC, 225–243.

supervisão prudencial na mesma entidade reguladora, incrementa-se a capacidade do regulador de intervir rapidamente para reagir a um evento de crise. Isso porque existe uma sinergia importante entre a estabilidade no nível micro (regulação prudencial das instituições financeiras) e no nível macro (regulação sistêmica), que permite ao órgão regulador responsável atuar de forma responsiva e coordenada.

Por outro lado, a centralização das responsabilidades em uma mesma entidade pode originar conflitos de interesse, que podem comprometer o atendimento satisfatório dos objetivos concorrentes da regulação financeira. Não raro, a proteção da integridade das instituições financeiras, o que inclui a rentabilidade, conflita com a tutela dos interesses dos seus clientes e consumidores, o que pode criar incentivos para a priorização de um objetivo em detrimento de outro. A segregação das funções entre entidades supervisoras autônomas e independentes serve justamente ao propósito de mitigar possíveis conflitos.

Não existe uma formulação perfeita e universalmente válida acerca da estruturação ideal do arcabouço regulatório, devendo-se ponderar as características específicas de cada mercado regulado e de suas instituições. Dentro de um espectro de integração entre órgãos reguladores, as atribuições devem ser distribuídas de modo a otimizar a estrutura da regulação financeira, conciliando as sinergias e potenciais conflitos de interesse.

4. ESTUDO DE CASO: A IMPLEMENTAÇÃO DO TWIN PEAKS NO REINO UNIDO

O modelo *twin peaks* de regulação do sistema financeiro emprega dois reguladores especializados: um regulador (*peak*) encarregado da preservação da estabilidade sistêmica e regulação prudencial, enquanto o outro é incumbido da regulação de condutas de mercado e da proteção dos consumidores/investidores. A separação desses

objetivos em dois polos institucionais distintos é a pedra angular do sistema *twin peaks* e, supostamente, uma de suas principais virtudes.

As reformas implementadas pelo governo do Reino Unido na sua arquitetura de regulação financeira nas últimas décadas são fonte de valiosos insumos e aprendizados sobre o processo de transição ao modelo *twin peaks*, respeitadas as nuances e características particulares do sistema inglês. Não por outra razão, como visto, o Reino Unido é declaradamente uma inspiração para as discussões no Brasil acerca da eventual reorganização da estrutura de regulação financeira. Vale ressaltar também que a primeira formulação teórica do sistema *Twin Peaks* é extraída de artigo seminal do economista britânico Michael Taylor publicado em 1995.²¹³

Historicamente, uma multiplicidade de agências compartilhava as funções de regulação do sistema financeiro do Reino Unido, com a respectiva competência traçada em virtude do tipo de instituição regulada, a ponto de ser descrito como uma verdadeira “sopa de letrinhas”.²¹⁴ De acordo com Taylor²¹⁵, este arranjo institucional era extremamente ineficiente, na medida em que dava azo a diversos conflitos de interesse e confusões entre os papéis dos reguladores.

Em 1997, o governo do Reino Unido adotou uma ambiciosa e radical reforma de seu aparato institucional de regulação financeira, consolidando mais de dez agências reguladoras e de supervisão especializadas em uma única agência, a Financial Supervisory Authority (“FSA”). No novo arranjo, a FSA acumulava a responsabilidade tanto pela regulação sistêmica/prudencial quanto pela regulação de condutas e *enforcement*, funcionando como regulador único do sistema financeiro (*single peak*).

A concentração das funções regulatórias na FSA foi motivada, dentre outros fatores, pela percepção de que a dinâmica do sistema

213 TAYLOR, Michael. **Twin Peaks**: a regulatory structure for the new century. Centre for Study of Financial Innovation, No 20, (December 1995).

214 *Ibidem*, p. 77.

215 TAYLOR, Michael. **Twin Peaks**: a regulatory structure for the new century. Centre for Study of Financial Innovation, No 20, (December 1995), pp. 1-3.

financeiro havia se transformado substancialmente, crescendo em diversidade de produtos e serviços e na complexidade de relações entre os seus operadores. Notadamente, observou-se uma nítida dissipação da barreiras entre as atividades desenvolvidas pelas diferentes instituições financeiras, o que enfraquecia alguns dos argumentos em favor da abordagem setorial²¹⁶.

Nos anos que se seguiram, o modelo de regulação totalmente integrada do Reino Unido serviu de parâmetro de excelência, exaltando-se a eficiência que a unificação promoveria na supervisão dos agentes de mercado.²¹⁷

Contudo, o advento da crise financeira global em 2008 expôs as falhas e fragilidades do modelo com agência única, o que culminou em impactos severos para a estabilidade do sistema financeiro inglês, inclusive com grandes bancos enfrentando dificuldades²¹⁸. A abordagem de concentrar as funções de regulação do sistema financeiro na FSA foi vista como inadequada, na medida em que se constataram falhas em assegurar um escrutínio robusto dos riscos sistêmicos e do funcionamento das instituições. Nesse sentido, um relatório do Tesouro do Reino Unido destacou que:

216 *'Some of the traditional distinctions between different types of institutions have become increasingly blurred, which undermines some of the traditional arguments in favor of separate regulation and supervision of different types of financial institutions'*. LLEWELLYN, David T. 'Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues. In: CARMICHAEL, Jeffrey. FLEMING, Alexander; LLEWELLYN, David T. (eds.). **Aligning financial supervisory structures with country needs**. Washington: World Bank Institute, 2004. p. 44.

217 *"A model of an efficient and effective regulator, not only because of its streamlined model of regulation, but also because it adheres to a series of "principles of good regulation," which center on efficiency and economy, the role of management, proportionality, innovation, the international character of financial services, and competition. This overlay of pragmatic business principles, in addition to the traditional goals of regulation, has been a distinguishing feature of the UK regulatory approach'*. Working Group on Financial Supervision, "The Structure of Financial Supervision. Approaches and Challenges in a Global Marketplace", in **Group of Thirty's Special Report**. Group of Thirty, Consultative Group on International Economic and Monetary Affairs, Inc, 2008.

218 Cita-se, por exemplo, o caso do Halifax Bank of Scotland (HBOS).

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, 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’ compliance²¹⁹.

Ainda que não seja possível traçar uma relação de causalidade direta entre os danos resultantes da crise de 2008 e a arquitetura de regulação financeira existente à época, o diagnóstico era de que a atuação da FSA como “regulador monolítico” do sistema financeiro precisava ser revista²²⁰.

De fato, a crise salientou a necessidade de a arquitetura de supervisão financeira incorporar uma perspectiva macroprudencial, voltada a garantir a higidez do sistema como um todo. Tradicionalmente, a supervisão do sistema financeiro era centrada em uma perspectiva

219 UNITED KINGDOM. HM Treasury. **A new approach to financial regulation: the blueprint for reform**, junho de 2011, p. 5.

220 “[T]he FSA was not so much the dog that did not bark as a dog barking up the wrong tree. The requirements of the Basel II framework not only weakened controls on capital adequacy by allowing banks to calculate their own risk-weightings, but they also distracted supervisors from concerns about liquidity and credit; they may also have contributed to the appalling supervisory neglect of asset quality. The FSA’s attempts to raise concerns on these other fronts from late 2007 onwards proved to be a case of too little, too late (...) The experience of the regulation of HBOS demonstrates the fundamental weakness in the regulatory approach prior to the financial crisis and as that crisis unfolded. (...) The regulatory approach encouraged a focus on box-ticking which detracted from consideration of the fundamental issues with the potential to bring the bank down. The FSA’s approach also encouraged the Board of HBOS to believe that they could treat the regulator as a source of interference to be pushed back, rather than an independent source of guidance and, latterly, a necessary constraint upon the company’s mistaken courses of action”. Parliamentary Commission on Banking Standards, Fourth Report of Session 2012-13, “An accident waiting to happen” – The failure of HBOS, HL Paper 144/HC 705, 4 April 2013, Para 84, p 28.

microprudencial, isto é, focada no monitoramento das instituições financeiras com o propósito de limitar o risco de perdas para seus clientes/investidores e possíveis efeitos colaterais sobre outras instituições.²²¹

Com efeito, um novo regime regulatório foi implementado em 2013, com a criação de duas novas agências reguladoras: *Financial Conduct Authority* (FCA) e *Prudential Regulation Authority* (PRA). O FCA passou a funcionar como um regulador independente responsável pela regulação de condutas (*conduct of business*) e de assuntos de mercado para todas as instituições financeiras e sociedades. Por sua vez, a PRA seria responsável pela regulação prudencial de grandes bancos, seguradoras e intermediários do mercado de capitais, atuando para garantir a estabilidade do sistema financeiro e a solvência dos agentes de mercado relevantes²²².

De acordo com alguns autores²²³, a transição do Reino Unido para o *twin peaks* proporcionou algumas vantagens em relação aos sistemas anteriores. Em primeiro lugar, a definição clara de objetivos regulatórios atribuídos a cada uma das agências mitigava a ocorrência de conflitos de interesses, equilibrando de maneira eficiente as preocupações de estabilidade sistêmica com a regulação de condutas e proteção dos consumidores e investidores. A conciliação desses objetivos no modelo totalmente integrado era consideravelmente

221 CALVO, Daniel. CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; GUTIÉRREZ, Oscar. **Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?** BIS, FSI Insights, No 8, April 2018.

222 CII's Policy briefing. **Towards Twin Peaks: The UK's Emerging Regulatory Landscape** (January 2013 Update). Disponível em: https://www.cii.co.uk/media/4119720/regulatory_landscape_dec_2012__20_dec_.pdf. Acesso em: 26 dez. 2024.

223 SCHMULOW, Andrew D. **The four methods of financial system regulation: An international comparative survey**; TAYLOR, Michael. 'Regulatory reform after the financial crisis: twin peaks revisited' In: HUANG, R. SCHOENMAKER, D.(eds.). **Institutional Structure of Financial Regulation: Theories and International Experiences**. Routledge: Abingdon, 2015; TAYLOR, Michael. **Twin Peaks: a regulatory structure for the new century**. Centre for Study of Financial Innovation, 1995; GOODHART, Charles. A. *et. al.* **Financial Regulation: Why, How and Where Now?**, 1998.

mais difícil, tendo em vista que a mesma entidade administrativa (*i.e.*, a FSA) era responsável por ambos os objetivos.

Adicionalmente, o novo modelo aprimorava a coordenação eficaz entre os reguladores, tornando-se melhor articulados para prevenir crises e para supervisionar os agentes de mercado.²²⁴ Com autonomia decisória e uma governança independente, PRA e FCA atuavam de maneira coordenada para regular o sistema financeiro, porém com óticas e objetivos distintos. Trata-se de uma importante vantagem em relação ao modelo de regulação setorial, em que os custos de coordenação entre os diversos reguladores são bem maiores, assim como existe uma maior suscetibilidade a redundâncias e regulações sobrepostas.²²⁵

Nesta perspectiva, o *twin peaks* constituiria o arranjo que melhor concilia o *trade-off* entre o aproveitamento das sinergias e a administração dos conflitos de interesse na atividade de supervisão. Isso porque, de um lado, extrai-se o máximo proveito da sinergia entre a estabilidade no nível micro (regulação prudencial das instituições financeiras) e no nível macro (regulação sistêmica), que permite às entidades reguladoras intervirem de forma abrangente e coordenada em todo o sistema financeiro.

Doutra parte, evita-se o risco de conflitos de interesse associados à integração total em uma agência única, permitindo a composição harmônica dos objetivos ao alocar as atribuições de regulação de condutas e sistêmica/prudencial de todas as instituições financeiras a agências distintas. As duas agências, PRA e a FCA, compartilham o mesmo espaço regulatório, porém estão comprometidas com a realização de objetivos distintos, o que inibe a tendência a prestigiar

224 CALVO, Daniel. CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; GUTIÉRREZ, Oscar. **Financial supervisory architecture**: what has changed after the crisis? BIS, FSI Insights, No 8, April 2018.

225 Define-se coordenação regulatória como “A utilização de mecanismos formais ou informais que visem ao aprimoramento da articulação, harmonização, cooperação, coerência e consistência na atuação de entidades ou órgãos da Administração Pública que compartilham o mesmo espaço regulatório”. PAULA, Ana Carolina Mello Pereira da Silva de. **Sistema Financeiro Nacional e coordenação regulatória**. São Paulo: Almedina, 2024.

um objetivo em detrimento do outro, como sucedia com a atuação do regulador monolítico.

A regulação por objetivos, especialmente na configuração *twin peaks*, teria incrementado a capacidade de supervisão do sistema financeiro, por meio da integração ótima entre as entidades supervisoras. Nesse sentido, seus defensores destacam como vantagens inerentes a essa estrutura: (i) a melhoria da cooperação entre supervisores pelo fortalecimento do intercâmbio de informações; (ii) a centralização das atribuições para regulação prudencial e sistêmica, o que eleva a capacidade para a gestão de crises; e (iii) o equilíbrio entre os reguladores do sistema financeiro. Estudos realizados em outras jurisdições, com a Austrália²²⁶ e os Países Baixos²²⁷, também sugerem diagnósticos semelhantes quanto ao modelo *twin peaks*.

No entanto, a experiência do Reino Unido também evoca algumas preocupações relevantes em uma possível implementação do *twin peaks* no Brasil. Inicialmente, é preciso contabilizar os custos de adequação das instituições ao novo regime regulatório. A criação de um novo supervisor prudencial, a *Prudential Regulation Authority*, e a conversão do antigo supervisor integrado em uma autoridade de condutas (*Financial Conduct Authority*) foram estimadas à época em 90 e 175 milhões de libras pelo Tesouro britânico²²⁸.

Outra advertência importante é que a opção pelo *twin peaks* levou em conta as características próprias do mercado financeiro inglês e de suas instituições, e que podem não ser constatadas em outras jurisdições. No caso do Reino Unido, Taylor defende que duas

226 Para uma análise detalhada da experiência australiana, ver GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. **Twin Peaks** – The legal and regulatory anatomy of Australia's system of financial regulation (August 3, 2015). CIFR Paper No. 074/2015, University of Melbourne Legal Studies Research Paper No. 725. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2657355>. Acesso em: 21 out. 2024.

227 Para uma análise detalhada experiência dos Países Baixos na adoção do *twin peaks*, ver KREMERS, Jeroen; SCHOENMAKER, Dirk. **Twin peaks: experiences in the Netherlands**. Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, 2010.

228 UNITED KINGDOM. HM Treasury. **A new approach to financial regulation: the blueprint for reform**, junho de 2011.

condições pré-existentes foram cruciais para que ele defendesse o modelo *twin peaks* como mais adequado àquela jurisdição: (i) a relevante participação de instituições não bancárias; e (ii) um robusto sistema de proteção aos consumidores/investidores²²⁹. Naturalmente, o transplante acrítico de soluções regulatórias, sem qualquer juízo de compatibilidade e pertinência, pode conduzir a resultados desastrosos.

5. **TWIN PEAKS: UM MODELO DE REGULAÇÃO FINANCEIRA PARA O NOVO SÉCULO?**

Ao propor uma nova abordagem para a regulação financeira em 1995, Michael Taylor defendeu que o modelo *twin peaks*, com dois entes reguladores com mandatos e objetivos distintos, seria o arranjo mais adequado para lidar com os crescentes desafios da contemporaneidade.

O mercado financeiro não é o mesmo para os quais os reguladores foram organizados para supervisionar e disciplinar. A profusão de novos produtos e serviços financeiros que não são facilmente enquadrados em um segmento específico, promovem a dissipação das categorias clássicas e funções típicas dos mercados bancário, de capitais e de seguros. De outro lado, observa-se uma mudança significativa nas características dos principais operadores que atuam nesse mercado, que passam a se organizar em conglomerados e a ofertar serviços financeiros de modo inovador.²³⁰⁻²³¹

A aparente obsolescência da estratégia de regulação setorial e suas fragilidades face à nova dinâmica dos mercados financeiros globais

229 TAYLOR, Michael. **Regulatory Reform After the Financial Crisis** – Twin Peaks Revisited. Speech delivered at the Law and Finance Senior Practitioner Lectures, Oxford, United Kingdom, 16 February 2011.

230 MELO FILHO, Augusto. **Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?** Dissertação de Mestrado em Direito Da Regulação na Fundação Getulio Vargas, 2018.

231 SALAMA, Bruno M.; PRADO, Viviane M. Operações de crédito dentro de grupos financeiros: governança corporativa como complemento à regulação bancária. In: ARAÚJO, Danilo; WARDE JR., Walfrido. (orgs.). **Os grupos de sociedades: organização e exercício da empresa**. São Paulo: Saraiva, 2012.

tem sido apontada pela doutrina²³² e por organismos internacionais²³³, que defendem as vantagens comparativas da adoção de um modelo de regulação por objetivos, como é o caso do *twin peaks*.

Com base no escrutínio da experiência do Reino Unido acima desenvolvido, é possível enunciar algumas vantagens associadas a um modelo de regulação por objetivos baseada na abordagem *twin peaks*. É preciso advertir, contudo, que a adequação da arquitetura institucional é condição necessária, mas não suficiente para endereçar todos os desafios da regulação financeira contemporânea.²³⁴

O modelo *twin peaks* é fundamentado na especialização da supervisão do mercado financeiro em torno de objetivos bem definidos: a regulação de condutas, com foco na integridade do mercado e nas relações entre intermediários e seus clientes; e a regulação prudencial/sistêmica, com foco na manutenção da estabilidade do sistema. Tal orientação atenua a ocorrência de conflitos de interesse que podem suceder com múltiplos reguladores setoriais, ou com regulador único. Ainda, dado que os critérios de competência não são vinculados a conceitos próprios dos setores bancário, securitário e de capitais, cuja divisão é cada vez menos perceptível na prática, os reguladores estariam mais aptos a lidar com produtos e serviços financeiros inovadores.

232 Para posicionamentos críticos sobre o modelo de supervisão setorial, confira-se: (i) SCHMULOW, Andrew. **The four methods of financial system regulation: An international comparative survey** (2017). 26 JBFLP 151, UWA School of Law Research Paper. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3082092>. Acesso em: 27 de dez. 2024; (ii) TAYLOR, Michael. “Regulatory reform after the financial crisis: twin peaks revisited”. In: HUANG, R. SCHOENMAKER, D.(eds.). **Institutional structure of financial regulation: Theories and international experiences**. Routledge: Abingdon, 2015; (iii) TAYLOR, Michael. **Twin Peaks: a regulatory structure for the new century**. Centre for Study of Financial Innovation, No 20, (December 1995). No Brasil, veja-se (iv) YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

233 BANK FOR INTERNATIONAL SETTINGS (BIS). “Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?”. **FSI Insights on policy implementation n° 8**, 2018, p. 7.

234 “*The structure only provides the outer shell of an organisation. It requires the necessary tools, equipment, resources, information and co-ordination to perform properly*”. LUI, Alison. Single or twin? the UK financial regulatory landscape after the financial crisis of 2007-2009. **Journal of Banking Regulation**, 13(1), 2012, pp. 24-35.

Além disso, o modelo *twin peaks* tira proveito das sinergias potenciais resultantes da concentração da supervisão de diferentes tipos de instituições financeiras, congregando os setores bancário, securitário e de capitais. A utilização das sinergias de supervisão tende a gerar ganhos de eficiência, na medida em que permite maior integração da arquitetura institucional e uma ampliação do fluxo de informações e de infraestruturas.

Ressalta-se que a capacidade de supervisão dos reguladores setoriais está fortemente atrelada aos recursos (orçamento, pessoas e tecnologia) disponíveis, o que no caso do Brasil, repercute em diferenças consideráveis nas capacidades individuais das supervisoras setoriais: Banco Central, SUSEP, CVM e PREVIC. Em caso de consolidação dos reguladores setoriais no modelo *Twin Peaks*, poderia-se mitigar alguns dos desafios existentes em relação à carência de recursos, mediante o aproveitamento das sinergias num “super-regulador”.

A abordagem por objetivos, com dois grandes reguladores, promove a harmonização entre os regramentos aplicáveis às instituições financeiras, que passam a estar submetidas a regras de conduta consistentes. Reduz-se, também, a possibilidade de sobreposição de regimes regulatórios (*regulatory overlap*) comumente associadas ao modelo de regulação setorial, em que um mesmo prestador de serviços financeiros diversificados poderá estar sujeito a diferentes regimes.

Em última análise, porém, o funcionamento eficiente desse *framework* depende da criação de uma “cultura de coordenação”, como evidenciado na experiência do Reino Unido²³⁵. Considerando o espaço regulatório compartilhado pelas agências (*i.e.*, o mercado financeiro), é preciso estabelecer mecanismos formais e informais de intercâmbio

235 “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.* **Financial Regulation: Why, How and Where Now?**, 1998, p. 153.

de informações e de cooperação proativa no exercício das funções de supervisão e *enforcement* das normas regulatórias. Por exemplo, as consultas e os acordos interagências e a edição de regulamentações e orientações conjuntas podem ser empregados como mecanismos de coordenação²³⁶.

Por fim, a despeito das virtudes teóricas citadas, não é possível emitir um juízo peremptório pela superioridade do *twin peaks* para todo e qualquer sistema financeiro. Como mesmo adverte Michael Taylor, proponente da versão original desse modelo, o *twin peaks* “não é algo que deve ser adotado apenas porque é a tendência atual fazê-lo. Você precisa analisar o tipo de indústria que você está pretendendo regular”²³⁷.

6. CONCLUSÕES

O desenho institucional para a regulação financeira não deve ser visto como um projeto finalizado e irretocável, mas como um esboço que sempre admite revisões e aprimoramentos para os novos tempos e seus desafios. Afinal, trata-se de uma indústria dinâmica e viva, e assim também devem ser as instituições responsáveis pela sua regulação.

Neste momento em que se cogita uma reconfiguração da regulação do mercado financeiro no Brasil, uma análise crítica da experiência das reformas regulatórias implementadas pelo Reino Unido na conversão de seu sistema é um exercício muito rico. No entanto, torna-se necessário “aclimatar” as discussões desenvolvidas para incorporar os gargalos e potencialidades do mercado brasileiro.

236 Para uma análise dos mecanismos de coordenação entre agências em um espaço compartilhado, ver FREEMAN, Jody; ROSSI, Jim. Agency coordination in shared regulatory space. **Harvard Law Review**. Vol. 125. March 2012, Number 5. Cambridge: Harvard Law Review Association, 2012.

237 Tradução livre de discurso proferido por Michael Taylor em 2011, conforme transcrito em: TAYLOR, Michael. “Regulatory Reform After the Financial Crisis – Twin Peaks Revisited” (Speech delivered at the Law and Finance Senior Practitioner Lectures, Oxford, United Kingdom, 16 February 2011)

Em linha com a hipótese de pesquisa, foram coletados indícios que sugerem que a conversão ao modelo *twin peaks* contribuiu para aprimorar a estrutura de regulação financeira no Reino Unido, com ganhos de eficiência pelo aproveitamento de sinergias e pela maior integração entre as entidades supervisoras.

Observou-se, em princípio, um potencial fortalecimento da integração e cooperação entre supervisores e o equilíbrio entre os reguladores do sistema financeiro. A centralização das funções de regulação prudencial e sistêmica também eleva a capacidade para corrigir disfunções e gerir crises. Por fim, cita-se a convergência da mesma estrutura regulatória para supervisionar todas as instituições do sistema financeiro, de forma harmônica e coerente, eliminando as barreiras setoriais entre os segmentos bancário, securitário e de capitais.

No entanto, a conveniência de uma reforma ampla das atribuições das entidades de regulação financeira no Brasil, nos moldes daquela implementada no Reino Unido e em outros países que optaram pelo sistema *twin peaks*, exige um estudo minucioso e amplo, que deve considerar outras variáveis, como as características das instituições locais e a dinâmica particular de funcionamento do mercado brasileiro.

Seja como for, a reforma da arquitetura institucional isoladamente não é suficiente para forjar um modelo de regulação financeira adequado para o novo século. Em paralelo, é necessário assegurar que os reguladores disponham de meios adequados para atuar de forma responsiva e coordenada. Caso contrário, será apenas mais uma solução para inglês ver.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca; GORDON, Jeffrey; MAYER, Colin; PAYNE, Jennifer. **Principles of financial regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2016.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTINGS (BIS). “Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?”. **FSI Insights on policy implementation n° 8**. p.7. Publicado em 04/2018.

CALVO, Daniel. CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; GUTIÉRREZ, Oscar. **Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?** BIS, FSI Insights, No 8, April 2018.

CII. Policy briefing (2013). **Towards Twin Peaks: The UK’s Emerging Regulatory Landscape** (January 2013 Update). Disponível em: https://www.cii.co.uk/media/4119720/regulatory_landscape_dec_2012__20_dec_.pdf. Acesso em: 26 dez. 2024.

EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FREEMAN, Jody; ROSSI, Jim. “Agency coordination in shared regulatory space”. **Harvard Law Review**. Volume 125. March 2012 Number 5. Cambridge: Harvard Law Review Association, 2012.

GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. **Twin Peaks** – The legal and regulatory anatomy of Australia’s system of financial regulation (August 3, 2015). CIFR Paper No. 074/2015, University of Melbourne Legal Studies Research Paper No. 725. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2657355>. Acesso em: 21 out. 2024.

GOODHART, Charles A. “Some regulatory concerns”. In: GOODHEART, Charles A. (ed.). **The emerging framework of financial regulation**. London: Central Banking Publications, 1997.

GOODHART, Charles. A. *et. al.* **Financial Regulation: Why, How and Where Now?**, 1998.

GROUP OF THIRTY. Working Group on Financial Supervision. The Structure of Financial Supervision. Approaches and Challenges in a Global Marketplace. In: **Group of Thirty’s Special Report**. Group of Thirty, Consultative Group on International Economic and Monetary Affairs, Inc, 2008.

JOLLS, Christine; SUNSTEIN, Cass; THALER, Richard. **A Behavioral Approach to Law and Economics**. Stanford Law Review, Vol. 50, July, 1998. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=74927>. Acesso em: 23 dez. 2024.

KREMERS, Jeroen. SCHOENMAKER, Dirk WIERTS, Peter. Cross-Sector Supervision: Which Model? In: R. Herring and R. Litan (eds.), **Brookings-Wharton Papers on Financial Services: 2003**, Brookings Institution, Washington DC, 225–243.

KREMERS, Jeroen; SCHOENMAKER, Dirk. **Twin peaks**: experiences in the Netherlands. Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, 2010.

LLEWELLYN, David T. *‘Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues’*. In: CARMICHAEL, Jeffrey. FLEMING, Alexander; LLEWELLYN, David T. (eds.). **Aligning financial supervisory structures with country needs**. Washington: World Bank Institute, 2004.

LUI, Alison. Single or twin? the UK financial regulatory landscape after the financial crisis of 2007-2009. **Journal of Banking Regulation**, 13(1), 2012, pp. 24- 35.

MELO FILHO, Augusto. **Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?** Dissertação de Mestrado em Direito Da Regulação na Fundação Getulio Vargas, 2018.

OECD (2022), Regulatory Reform in Brazil, OECD Reviews of Regulatory Reform, OECD Publishing, Paris, p. 16. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/d81c15d7-en>.

PAULA, Ana Carolina Mello Pereira da Silva de. **Sistema Financeiro Nacional e coordenação regulatória**. São Paulo: Almedina, 2024.

PITTA, André Grunspun. PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. “Sistema Financeiro Nacional”. In: **Direito do mercado de valores mobiliários**. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022.

SALAMA, Bruno M.; PRADO, Viviane M. “Operações de crédito dentro de grupos financeiros: governança corporativa como complemento à regulação bancária”. In: ARAÚJO, Danilo; WARDE JR., Walfrido. (orgs.). **Os grupos de sociedades: organização e exercício da empresa**. São Paulo: Saraiva, 2012.

SCHMULOW, Andrew. **The four methods of financial system regulation: An international comparative survey** (2017). 26 JBFLP 151, UWA School of Law Research Paper. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3082092>. Acesso em: 27 dez. 2024.

TAYLOR, Michael. ‘Regulatory reform after the financial crisis: Twin peaks revisited’. In: HUANG, R. SCHOENMAKER, D.(eds.). **Institutional Structure of Financial Regulation: Theories and International Experiences**. Routledge: Abingdon, 2015.

TAYLOR, Michael. **Regulatory Reform After the Financial Crisis** – Twin Peaks Revisited. Speech delivered at the Law and Finance Senior Practitioner Lectures, Oxford, United Kingdom, 16 February 2011.

TAYLOR, Michael. **Twin Peaks**: a regulatory structure for the new century. Centre for Study of Financial Innovation, No 20, (December 1995).

UNITED KINGDOM. HM Treasury. **A new approach to financial regulation**: the blueprint for reform, junho de 2011.

UNITED KINGDOM. Parliamentary Commission on Banking Standards, Fourth Report of Session 2012-13, “An accident waiting to happen” – The failure of HBOS, HL Paper 144/HC 705, 4 April.

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

