

Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão

Otávio Yazbek*

Diretor da Comissão de Valores Mobiliários. Membro do Standing Committee for Supervisory and Regulatory Cooperation, do Financial Stability Board. Professor do Programa de Educação Continuada e Especialização em Direito GVLaw e Professor Convidado do Curso de Especialização em Direito Empresarial do Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da UFRGS. Doutor em Direito Econômico pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

Os últimos 40 anos, desde a crise do modelo que fora criado em Bretton Woods, no início da década de 1970, tiveram como mote, no mercado financeiro e de capitais, o tema da inovação financeira.

Durante esse longo período, ante a crescente instabilidade dos mercados globais, os processos inovativos ganharam cada vez mais espaço, o que fez surgir uma miríade de novos produtos e instrumentos destinados a dar proteção para os agentes financeiros (o chamado “*hedge*”) ou a criar mecanismos que permitam ou facilitem a outorga de crédito. Além dessas finalidades, esse movimento permanente de combinação de unidades negociais básicas em novos produtos foi movido, ainda, pela busca da redução de custos ou pelos esforços para fugir a regulamentações e controles considerados, pelos agentes, extremamente restritivos (em um movimento que se convencionou chamar de “arbitragem regulatória”)¹.

Assim, dentre outros, são exemplos de inovações financeiras surgidas desde então: os derivativos financeiros, em suas diversas modalidades e combinados em estratégias, que viabilizaram o *hedge* contra exposições a riscos de mercado em um mundo marcado por uma cada vez maior volatilidade; os processos de securitização, que permitiram que relações creditícias individuais, “empacotadas”, fossem tornadas lastro de títulos de dívida, emitidos em mercado, melhorando as condições de oferta de crédito e, em um segundo momento, permitindo arranjos mais elaborados de financiamento (aí já no campo das finanças estruturadas); e os derivativos de crédito, criados para permitir uma melhor administração dos riscos de crédito pelas instituições financeiras e,

* As opiniões expressas neste trabalho são do autor e não necessariamente refletem as opiniões das instituições às quais ele está vinculado.

¹ Para a descrição dessas finalidades e de outras, cf. Bank for International Settlements (1986, p. 171 e ss.). Em tal relatório, um dos primeiros esforços mais consistentes de identificação do papel das inovações e de alguns dos riscos por elas trazidos, se esclarece que qualquer instrumento financeiro pode ser visto como uma combinação de diversas características – taxa de retorno (“*yield*”), risco de mercado, risco de crédito, liquidez, negociabilidade, vencimento (maturidade ou “*duration*”) etc. Em princípio, a inovação financeira pode ser considerada o processo de “*unbundling and repackaging these characteristics to create new instruments*”.

conseqüentemente, uma utilização mais racional dos limites estabelecidos no Acordo da Basileia.

A aceleração dos processos de inovação não traz, porém, apenas vantagens – ela acaba por colocar em cheque boa parte dos instrumentos regulatórios existentes, não apenas inutilizando alguns mecanismos de controle, mas também criando novas fontes de instabilidade. Não raro, as novas relações não são sujeitas a nenhum tipo de regulação, fugindo às competências dos reguladores estabelecidos e ficando em “zonas cinzentas”. 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*².

Ante os riscos trazidos pelos processos inovativos e a cada vez mais flagrante inadequação dos instrumentos regulatórios, evidenciados com a crise financeira iniciada em 2008 – que, vale lembrar, foi uma crise propriamente financeira, ligada aos processos de inovação e às estruturas de mercado –, não têm sido raras as iniciativas de “domar” os processos de inovação ou de mitigar alguns de seus efeitos negativos. Mais do que isso, aliás, em muitos casos as iniciativas em discussão voltam-se mesmo contra a exuberância do mercado de balcão, ante o reconhecimento – que não se pretende aqui discutir – de que muitas das operações neles realizadas não teriam uma verdadeira função econômica ou de que os volumes de especulação que neles ocorrem teriam fugido à razoabilidade.

Este trabalho pretende suscitar algumas discussões sobre as principais propostas e iniciativas referentes ao mercado de derivativos de balcão, um campo que não apenas é considerado um dos mais diretamente relacionados aos processos de inovação, como também se encontra no cerne dos debates iniciados com a crise financeira de 2008/2009. Nele, se procurará, também, tratar da conformação do mercado de balcão de derivativos no Brasil, em que, curiosamente para alguns, muitas daquelas soluções já vêm sendo adotadas há algum tempo. Neste sentido, a experiência brasileira apresenta-se como o ponto de partida para a análise crítica dos consensos que, a pouco e pouco, começam a se impor.

² Para algumas dessas críticas, cf., por exemplo, Acharya et al. (2009a, 236).

Para tal, este artigo será dividido em quatro Seções. Na primeira delas, serão apresentados, ainda que brevemente, alguns conceitos básicos sobre o mercado de balcão de derivativos, aí já se trazendo referências à relação entre este e a crise financeira. Na segunda Seção, serão descritas, em linhas gerais, as principais propostas de cunho regulatório no que tange, especificamente, à estrutura do mercado de balcão. Por fim, na terceira, será apresentada uma descrição do mercado brasileiro de derivativos de balcão, já apontando algumas das dificuldades encontradas na implementação de alguns institutos. A quarta Seção destina-se à apresentação de algumas conclusões, a título de arremate.

1. O mercado de derivativos de balcão – esclarecimentos preliminares

Como já esclarecido, o mercado de derivativos de balcão talvez seja o campo em que os processos de inovação corporificam-se de maneira mais significativa. Na seqüência, ao mesmo tempo em que se trarão algumas definições importantes, serão apresentados alguns dos motivos para tal.

O mercado de balcão (“over-the-counter” ou “OTC”) é, usualmente, definido a partir da sua contraposição aos mercados de bolsa. Como a maior parte dos autores, mesmo hoje, reitera essa diferenciação, e como ela se mostra bastante útil para a presente exposição, aqui se seguirá a mesma racionalidade.

Em linhas muito gerais, nos mercados de bolsa as operações: (i) são “padronizadas”, o que permite a formação de preços e a criação de um mercado líquido; (ii) são negociadas em sistemas de negociação que contam com regras próprias para a disseminação de informações e a formação de preços; e (iii) são compensadas e liquidadas por intermédio de um sistema de compensação e liquidação (o respectivo sistema de “clearing”) que atua como contraparte central (na literatura internacional “*Central Counterparty*” ou “CCP”), que assume a posição de contraparte de todos os participantes e que, para tal, se apóia sobre uma estrutura de salvaguardas (garantias, fundos mutualizados e outras) considerada razoável.

Já nos mercados de balcão (i) as operações não são padronizadas, assumindo as mais diversas feições, conforme as necessidades das contrapartes envolvidas (é este o *locus* em que surgem os chamados “derivativos exóticos”); (ii) são negociadas diretamente entre as partes, com a participação de intermediários financeiros, seja na intermediação, seja como contrapartes; e (iii) são liquidadas diretamente entre as partes, que, para

melhor administrar a sua exposição ao risco de crédito (o risco de um inadimplemento), podem adotar soluções as mais diversas, como a constituição de garantias, os acordos de compensação (“*netting*”) e outras, sempre de natureza privada.

Assim, pode-se definir o mercado de balcão como aquele ambiente descentralizado, em que os negócios são fechados diretamente entre as partes, com uso de diversos meios (por telefone, sistemas eletrônicos etc) e em que as partes dispõem de maior capacidade de conformação dos termos e das condições das operações realizadas³. É bem verdade que mesmo essa definição deve ser aceita com algumas ressalvas, uma vez que, cada vez mais, vêm aparecendo sistemas mais ou menos centralizados também para a realização de operações de balcão, o que faz com que as tradicionais diferenças entre os mercados bursáteis e os de balcão venham se tornando de identificação cada vez mais difícil. De um modo geral, porém, nos mercados de bolsa prevalecem regimes compulsórios para a formação de preços, com toda uma estrutura de autorregulação destinada a assegurar o funcionamento de tal processo, enquanto que, no balcão, costuma haver uma maior flexibilidade.

São diversas as justificativas adotadas pelos agentes econômicos para optar por operações de balcão ao invés de operações de bolsa. A primeira delas está relacionada à maior flexibilidade do mercado de balcão, que permite a realização de operações destinadas a lidar com as necessidades concretas dos participantes do mercado. Muitas vezes, as necessidades econômicas dos agentes vão além da proteção contra o risco de mercado relacionado àquelas variáveis aceitas nos mercados de bolsa, envolvendo, de uma única vez, taxas e preços diversos – que podem estar entrelaçados entre si. Muitas vezes, também, o instrumento derivativo pode estar ligado a operações de crédito mais complexas, sendo pactuado em conjunto com aquelas operações e decorrendo dos termos destas⁴.

Numa linha muito próxima, vale lembrar que a própria possibilidade de combinação de

³ Essa definição corresponde àquela dada por Culp (2000, 263 e ss.), que ainda destaca que tais contratos são negociados “*outside the world of organized financial exchanges in an opaque, decentralized environment of phones, faxes and quotation screens. As such, the two counterparties to a particular transaction may customize virtually any of the terms of that transaction*”. Na mesma linha, cf. Yazbek (2009, 130 e ss.).

⁴ Por vezes, aliás, o derivativo nem é uma operação autônoma, mas sim uma operação “embutida” naquela outra – é o que ocorre nos chamados “*embedded derivatives*”, pactuados como cláusulas de outras operações ou de determinados títulos. Justamente em razão dessa falta de autonomia, a caracterização de tais operações como operações de balcão propriamente dita é problemática. Não obstante, e tendo em vista a possibilidade de, com esse tipo de arranjo, evitar restrições legais ou regulatórias, a tendência tem sido a de procurar caracterizá-los como tais, como adiante se verá. Para tais operações, cf. Lopes, Galdi e Lima (2009, 131 e ss.) e Gastineau e Kritzman (2000, 155). Estes últimos, ao falar em “*embedded options*”, trazem interessantes exemplos.

modalidades, seja em estratégias negociais, seja em operações que incorporam elementos de diversas modalidades diferentes, permitem mimetizar o resultado de outras operações, com menores custos, sem a incidência de determinadas restrições, ou mesmo sem as mesmas obrigações gerenciais ou de controle que se aplicariam àquelas outras operações⁵.

Aliás, outros importantes determinantes para o uso de operações de balcão residem justamente nessas questões relacionadas a custos e à fuga de determinadas obrigações, legítima ou ilegitimamente consideradas por demais onerosas pelos agentes.

Assim, por exemplo, sobre as operações realizadas em bolsa incidem custos diversos, geralmente relacionados à manutenção da infra-estrutura de negociação e de liquidação existente. A própria necessidade de depósito de garantias, nos montantes requeridos pelo sistema de liquidação acaba por aumentar esses custos. Por fim, a necessidade de liquidações periódicas, típica dos regimes de bolsa (como ocorre nos ajustes diários em contratos futuros) e destinadas a manter a exposição dos clientes dentro de limites razoáveis e a outorgar negociabilidade às posições (que, de outra forma, trariam atrás de si obrigações ainda pendentes e não seriam fungíveis em relação às demais posições de um mesmo ativo), torna mais custosa a realização de operações em bolsa, exigindo determinados padrões de liquidez dos participantes.

Como dito, um outro motivo está relacionado ao fato de que, sobre as operações de balcão incidem também, tipicamente, menos controles do que sobre as operações de bolsa ou sobre outras modalidades financeiras, mais regulamentadas (e que são passíveis de reprodução por meio de operações de balcão). Essa redução no nível dos controles, que está diretamente relacionada à forma de surgimento do mercado de balcão e à “zona cinzenta” em que muitas vezes ele se encontra, manifesta-se em diversos aspectos, uns mais legítimos que outros: os preços e taxas praticados não estão sujeitos ao crivo do mercado, como ocorre com as operações de bolsa; a contabilização dessas operações se realiza de forma distinta; existem restrições, legais ou regulatórias para que um agente opere com determinados ativos etc.

De um modo geral, é por esses motivos que os volumes das operações de balcão, ao

⁵ Um exemplo simples reside, por exemplo, na operação de *total return swap*, operação pela qual uma das partes se obriga a dar à outra a rentabilidade de um determinado instrumento financeiro, enquanto recebe, em troca, uma determinada taxa. Tal operação permite, ao participante que receberá aquela rentabilidade, obter o mesmo efeito que teria se adquirisse aquele outro instrumento financeiro, sem, porém, dispender os recursos necessários para a sua aquisição. Outros exemplos, ainda mais adequados, se encontram nas várias estratégias com opções, que permitem criar “produtos sintéticos” (ou seja, que apresentam resultados equivalentes ao de outros produtos ou instrumentos). Para tais definições, cf. Gastineau e Kritzman (2000, respectivamente 399 e 386).

redor do mundo costumam ser muito mais significativos que os volumes das operações bursáteis⁶. Tal situação faz, aliás, que as bolsas encontrem, nos mercados de balcão, alguns significativos estímulos, tanto para a redução de custos⁷, quanto para o aprimoramento dos produtos nelas listados. Aparentemente, tanto estes aprimoramentos, quanto a demanda por maior segurança, um dos principais subprodutos da crise financeira, vêm fazendo com que os produtos de bolsa, nos últimos tempos, venham ganhando volume quando comparados com os de balcão⁸.

Neste sentido, cumpre explorar, ainda que também brevemente, o papel dos derivativos de balcão na crise recente – mesmo porque foi a partir do reconhecimento desse papel que se começou a criar um consenso em torno da necessidade de uma mais adequada regulamentação de tal mercado.

Como acima afirmado, a crise de 2008 e 2009 (cujos desdobramentos ainda se podem ver), foi, sobretudo, uma crise do setor financeiro, ou seja, uma crise diretamente relacionada a determinados produtos e às formas de organização daquele setor. Assim, a maior parte dos debates recentes dizem respeito (i) à grande opacidade (e às maiores dificuldades para a quantificação e administração de riscos, tomados de maneira indiscriminada em períodos de euforia) decorrente da utilização daqueles produtos, (ii) aos estímulos neles embutidos, (iii) à relevância da dimensão propriamente financeira da economia hoje e (iv) às formas pelas quais o sistema financeiro se interconecta, permitindo o alastramento de crises não apenas entre os próprios agentes, mas também de modo a afetar a economia real⁹.

A crise inicia-se, como já é quase um lugar-comum afirmar, a partir do mercado de hipotecas *subprime*, que são consideradas de maior risco em razão do perfil de seus beneficiários. Tal mercado passou por uma enorme expansão nas últimas décadas, em razão tanto da situação da economia norte-americana, quanto da existência de mecanismos de securitização, seja nas suas versões mais simples, seja combinados em produtos mais elaborados, o que permitiu um aumento sem precedentes na outorga de

⁶ Como o presente trabalho pretende discutir, em especial, questões de ordem institucional, não serão apresentados, aqui, volumes exemplificativos do que se está afirmando. De qualquer maneira, vale esclarecer que, com a intensificação dos debates sobre estrutura de mercado, tais números encontram-se disponíveis em diversas fontes.

⁷ O que também pode representar um risco, com a tendência a se adotar maior flexibilidade na constituição das salvaguardas financeiras. Tal risco, porém, hoje tende a ser objeto de maior atenção pelos reguladores, que definem, inclusive, padrões mínimos para o nível das salvaguardas adotadas pelos sistemas de liquidação das bolsas, dada a sua relevância sistêmica.

⁸ Cf., neste sentido, Skeete (2009, 57). Para a concorrência entre mercados de bolsa e de balcão, especialmente em termos de custos, cf. as considerações de Miller (1997).

⁹ A descrição que se segue baseia-se em Yazbek (2009, 177 e ss.), para onde se remete para mais referências.

crédito imobiliário¹⁰.

Durante o período de exuberância financeira da década de 1990, a demanda pelos títulos originados daqueles processos de securitização, que se mostravam também mais atrativos do ponto de vista da remuneração, aumentou significativamente, em um movimento que estimulou ainda mais a oferta de crédito, não raro sem os devidos cuidados. Mais do que isso, esses instrumentos passaram a ser usados como lastro em outras emissões, de produtos ainda mais complexos, ou como garantia em operações diversas. Quando da desaceleração da economia norte-americana, já nesta década, houve não apenas uma queda no valor dos imóveis, mas também um aumento significativo nos índices de inadimplemento naquelas hipotecas, o que fez com que diversas instituições, que tinham aqueles títulos em carteira, sofressem perdas significativas, em alguns casos identificadas ou reconhecidas apenas aos poucos, dando início a uma verdadeira crise bancária.

Se a origem mais remota dessa crise se encontra no mercado de títulos oriundos de operações de financiamento imobiliário, os derivativos cumpriram, por mais de um motivo, um papel importante no seu aprofundamento e alastramento. Inicialmente, em razão do uso generalizado, no mercado norte-americano, de derivativos de crédito – instrumentos que, ao contrário do que acontece com os derivativos tradicionais, que outorgam proteção contra risco de mercado, outorgam proteção contra o risco de crédito, ou seja, o risco de inadimplemento a que uma das partes está sujeita¹¹. Tais operações, já acima referidas, permitem a uma instituição melhor administrar seus limites de exposição a determinados tipos de devedores, pela transferência do risco de inadimplementos a terceiros. A própria existência de um mecanismo desta natureza, aliás, funciona como um estímulo à assunção de novos riscos, que podem, de qualquer maneira, ser transferidos em mercado.

Em uma descrição necessariamente simplificada, pode-se afirmar que o uso generalizado dos derivativos de crédito nos Estados Unidos acabou, durante a crise, produzindo um efeito inesperado: o descumprimento de uma obrigação por uma instituição com problemas de liquidez deflagrava a obrigação do terceiro, que assumira aquele risco contra o pagamento de um prêmio. Não obstante, muitas vezes aquele terceiro era uma instituição que tinha que lidar com seus próprios problemas de liquidez. Em suma, instrumentos criados pelo mercado para proteção (e largamente utilizados para finalidades especulativas), acabaram permitindo, como acima referido, o

¹⁰ Sobre essas estruturas, cf. as considerações de Kiff e Mills (2007, 03 e ss.).

¹¹ Para a descrição de tais operações, cf. Yazbek (2006, 329 e ss.) e Caballero (2000, 99 e ss.).

aprofundamento da crise¹².

Por outro lado, ante a imensa volatilidade que costuma acompanhar situações de crise, também derivativos mais tradicionais, que tinham como ativos subjacentes taxas de câmbio, de juros ou índices, acabaram trazendo problemas diversos. Esses problemas não envolviam, vale esclarecer, apenas a excessiva exposição das partes envolvidas, mas também toda a fragilidade de toda a estrutura de suporte e de acompanhamento das operações – afinal, tratavam-se de operações fechadas em ambientes no mais das vezes informais e que eram apenas registradas internamente nos intermediários, sendo apreçadas com base em modelos próprios¹³.

Assim, ao mesmo tempo em que as respostas regulatórias para a crise envolveram (ou vêm envolvendo) a adequação dos mecanismos de securitização, o papel das agências de *rating* e o seu *status* regulatório e as dificuldades que os bancos centrais tiveram para lidar com os graves problemas (a inadequação dos mecanismos de regulação sistêmica), elas acabaram incluindo um amplo leque de propostas referentes ao mercado de derivativos de balcão.

Os temas recorrentes em tais propostas, que serão discutidos com mais vagar na Seção seguinte, são: (i) a padronização dos derivativos; (ii) o seu registro em uma entidade capaz de manter, de maneira centralizada, os dados das operações; (iii) o processo de formação de preços, com propostas visando a submissão das operações a sistemas de negociação mais ou menos centralizados; e (iv) a forma de liquidação de tais operações, valorizando-se cada vez mais, no debate internacional, o papel das *clearings*¹⁴.

2. As propostas para a regulamentação do mercado de derivativos de balcão

¹² Uma descrição mais detalhada desse processo é dada por Acharya et al. (2009a, 236 e ss). O reconhecimento do papel do mercado de derivativos de balcão em geral (e não apenas dos derivativos de crédito) na crise também é feito em Department of the Treasury (2009, 43).

¹³ Para os problemas de infra-estrutura do mercado de balcão e os riscos por eles trazidos, cf. Group of Thirty (2009, 52), onde se esclarece que “*the crisis has exposed serious shortcomings in the infrastructure in support of the OTC derivatives markets. While some of the shortcomings may be viewed as conduct of business or market integrity issues, several problems have reached a scale that has raised systemic disruption issues. These problems include trade confirmation backlogs, lack of transparency on transaction reporting and pricing, contract closeout procedures, valuation practices and collateral disputes, and direct and indirect counterparty credit issues*”.

¹⁴ Para a descrição genérica da agenda em discussão, demonstrando a relevância desses temas, cf., por exemplo, The Economist (2009). Uma análise mais aprofundada, ainda que organizada de forma diversa, é apresentada por Duffie et al. (2010). Vale esclarecer que, embora as discussões sobre regulação de mercado de derivativos envolvam também outros temas, igualmente importantes, como o da distribuição de competências para o desenvolvimento das atividades regulatórias (preocupação destacada, por exemplo, em Department of the Treasury, 2009, 48 e ss.), ou a importância do registro e da regulamentação dos participantes do mercado (Group of Thirty, 2009, 52), por uma questão de método, a presente exposição tratará apenas daquelas questões que afetam de maneira mais direta as estruturas de mercado e os processos pelos quais tais estruturas se reproduzem.

Como se afirmou na Seção anterior, alguns temas se tornaram recorrentes no debate internacional sobre a regulamentação do mercado de derivativos. Tanto as iniciativas de cunho legislativo ou regulatório, já tomadas em alguns países, quanto as iniciativas já tomadas por entidades de mercado (que, de um modo geral, procuram se antecipar a medidas mais drásticas) giram, assim, em torno desses temas básicos, que serão brevemente discutidos nas Subseções 2.1 a 2.4 abaixo.

De um modo geral, os vários temas se encontram combinados na maior parte das propostas atualmente em discussão, em que eles, muitas vezes, se apresentam como regimes alternativos, com mecanismos de estímulo e de desestímulo de determinadas práticas. É esse tipo de combinação que se pode ver, por exemplo, na minuta do *Over-the-Counter Derivatives Market Act* apresentada ao Congresso norte-americano em 2009¹⁵. A presente exposição, por motivos didáticos, lidará com cada uma das categorias isoladamente.

2.1. Padronização de contratos

Um dos primeiros pontos destacados em boa parte daqueles debates, como já se viu, diz respeito à maior padronização dos instrumentos negociados no mercado de derivativos de balcão. Tal padronização, a rigor, produziria uma série de efeitos, não apenas de ordem informacional, mas também no que diz respeito à administração de riscos operacionais, ou seja, daqueles riscos que não são diretamente inerentes à operação, mas que estão mais relacionados à opacidade, à excessiva complexidade ou a outras dificuldades em processos diversos. Riscos operacionais são, assim, relacionados a possibilidades de falhas em sistemas, erros humanos, fraudes, dificuldades de controle etc¹⁶.

No que tange às questões informacionais, com a padronização são reduzidas diferenças, sendo possível a mais fácil identificação da natureza da exposição dos usuários dos contratos, sem a necessidade de muito maiores diligências – problema sempre presente quando prevalecem operações mais exóticas. Já no que tange à questão dos riscos operacionais, fica claro que operações padronizadas, por envolverem menos nuances,

¹⁵ Essa dinâmica fica evidenciada, por exemplo, na descrição do modelo proposto, constante de Department of the Treasury (2009, 28), onde se aponta a possibilidade de imposição de limites de capital diferenciados para operações não liquidadas por intermédio de *clearings*. A dinâmica de combinação de medidas também fica clara na exposição de Duffie, Li e Lubke (2010).

¹⁶ Em Bank for International Settlements (2001, 5), o risco operacional é definido como “*the risk that operational factors such as technical malfunctions or operational mistakes will cause or exacerbate credit or liquidity risks*”.

menos detalhes, reduzem a possibilidade de conflitos e discussões diversas quando da contratação, facilitam a identificação dos efeitos das operações e, com isso, permitem um mais eficiente exercício não apenas das áreas de controles internos, mas também das atividades de supervisão de mercado.

Neste sentido, é interessante lembrar que alguns órgãos de mercado, como a International Swaps and Derivatives Association (ISDA), já vêm, de longa data, militando pela maior padronização de algumas operações, com a definição de contratos-padrão, de modo a reduzir determinados custos de transação e aumentar a liquidez do mercado e o estabelecimento de outros regimes comuns referentes, por exemplo, à constituição de garantias¹⁷.

Vale destacar, outrossim, que a padronização não é apenas um fim em si, mas também uma condição para a implementação das outras medidas. Assim, como se verá, é ela que permite que o registro de operações seja efetuado de maneira eficiente (Subseção 2.2 abaixo), a migração dos processos negociais para ambientes mais ou menos organizados (Subseção 2.3) e a compensação e liquidação de operações por meio de sistemas de *clearing* (Subseção 2.4). Por outro lado, e isso deve ficar claro na exposição que se segue, a mera adoção de algumas dessas outras soluções também tende a aumentar a padronização das operações realizadas.

2.2. O registro de operações

Outro ponto que vem sendo valorizado nos debates recentes diz respeito ao registro ou à comunicação de operações a entidades registradoras, conhecidas como “*trade repositories*” ou “*warehouses*”, encarregadas de manter as informações correspondentes àquelas operações e de prestar diversos serviços acessórios¹⁸.

Sob um regime desta ordem, todas as operações realizadas deveriam ser registradas em uma entidade autorizada a prestar serviços desta natureza ou nela registradas (a diferença entre o efetivo registro e a comunicação da operação é, ao menos aqui, de somenos importância, estando mais ligada a preferências e a especificidades locais e aos fins pretendidos pelos reguladores – no Brasil, como se verá, a regulamentação fala em registro, mas de um modo geral, no debate internacional se fala em “*trade reporting*”

¹⁷ Para referências aos esforços da ISDA, cf. Yazbek (2009, 114 e ss.) e Nasseti (1997, 78 e 217 e ss.). Caballero (2000, 165 e ss.) apresenta uma detalhada descrição dos esforços de construção de modelos no mercado de derivativos.

¹⁸ Para uma descrição das principais linhas da discussão sobre *trade repositories*, cf. Duffie *et. al.* (2010, 15 e ss.).

¹⁹). A principal função dessas entidades registradoras também é de cunho informacional, militando em favor das contrapartes das operações, dos reguladores e do mercado como um todo²⁰.

Assim, o registro centralizado de operações permite, aos participantes do mercado, um acesso mais simplificado, mais ágil, ao seu estoque de operações e a uma série de informações a elas relacionadas. Também os reguladores podem ter acesso a tais dados, em tempo real ou periodicamente (conforme a opção em cada país), o que facilita as atividades de supervisão e uma série de análises. Por fim, o mercado como um todo tende a se beneficiar das informações assim obtidas, uma vez que, ainda que as posições individuais sejam usualmente protegidas por sigilo, nada impede a divulgação periódica de dados agregados referentes, por exemplo, a volumes negociados em mercado, média de preços praticados etc. Esta terceira dimensão seria, assim, essencial para aumentar o nível de transparência do mercado e mesmo para ajudar os participantes deste na definição de suas estratégias.

É importante, aqui, referir um debate incidental, relacionado ao padrão de internacionalização das atividades financeiras na atualidade. Com efeito, se instituições que operam globalmente podem fazer os seus registros em diferentes locais, conforme o mercado em que estejam operando, muito do que se expôs acerca das vantagens trazidas pelos mecanismos de registro acaba ficando em cheque. Surge, aí, a questão das “*global trade repositories*”, que trazem um nível a mais de complexidade para a discussão – aquela complexidade inerente a qualquer solução regulatória transnacional.

Sem prejuízo dessa questão, além daquelas finalidades acima descritas, porém, como os registradores podem prestar serviços acessórios aos participantes de seus mercados, o recurso a tais entidades pode trazer uma série de benefícios incidentais, sob a forma de mecanismos de mitigação dos riscos inerentes àquelas operações. Serão referidos, aqui, para exemplificar, apenas três destes benefícios.

O primeiro deles é a possibilidade de utilização dos *trade repositories* como agentes de cálculo (“*calculation agents*”), encarregados de apontar os valores devidos quando da liquidação das operações²¹. Com efeito, um dos problemas comumente identificados no

¹⁹ E vale destacar que essa diferença envolve não apenas uma dimensão operacional, podendo ter relevantes efeitos jurídicos. Assim, em um determinado regime, o registro pode, por exemplo, ser tornado condição de validade para a operação, indo além de uma mera comunicação. Tal questão, porém, como já se referiu, não será aqui analisada com mais profundidade.

²⁰ Para uma descrição mais detalhada, cf. Aychar et. al. (2009a, 245 e ss.).

²¹ Gastineau e Kritzman (2000, 71) definem o agente de cálculo como a “*parte designada para calcular os valores devidos em um swap ou outro derivativo*”, sendo interessante notar que, à época da redação de tal definição, ainda era mais comum que essa atividade incumbisse a uma das partes.

mercado de balcão é que, não havendo um sistema para a liquidação das operações, são comuns os conflitos em torno dos valores devidos pelas partes. Sobretudo em operações mais complexas, onde os modelos internos das instituições participantes do mercado podem variar, esse tipo de dificuldade assume as feições de verdadeiro risco operacional, podendo gerar conflitos diversos. Talvez ainda mais relevante, nessa mesma linha, seja a questão da confiabilidade dos cálculos efetuados – não é raro que operações de balcão sejam realizadas diretamente entre instituições financeiras e empresas que, por qualquer motivo, na gestão de seu caixa, decidem recorrer aos derivativos. Em operações desta natureza, é comum que as instituições financeiras fiquem encarregadas da apuração de resultados, mesmo que elas estejam atuando como contrapartes das operações – até porque, muitas vezes, apenas elas dispõem da necessária *expertise*. Fica evidente, em tais casos, o conflito de interesses existente na atuação dessas instituições, dando causa a conflitos e discussões os mais diversos. A atuação de um terceiro como agente de cálculo permite a superação de tais problemas, reduzindo, assim, o risco de problemas daquela natureza.

O segundo exemplo de benefício decorrente do registro centralizado das operações reside no chamado “*collateral management*”²², ou seja, na prestação de serviços de suporte à constituição de garantias pelas partes envolvidas. De outra maneira, e como usualmente ocorre, estas tenderiam a ser constituídas diretamente entre as partes, com a maior possibilidade de arbítrio por uma delas, seja na definição dos volumes requeridos a título de garantia, seja no apreçamento das garantias recebidas (onde se costumam aplicar deságios conforme a sua liquidez), seja, ainda, na sua execução. Vale lembrar que, em operações financeiras, as garantias costumam ser constituídas também por ativos financeiros e a sua execução deve atender a uma dinâmica diferente daquela adotada em relações comerciais típicas. Assim, as atividades de *collateral management*, muitas vezes associadas à atuação como agente de cálculo, permitem a redução do risco de conflitos e questionamentos e trazem inequívocos ganhos em termos de idoneidade das práticas de constituição de garantias (e conseqüentemente de segurança e confiabilidade das práticas de mercado) e de redução de determinados custos de transação.

O terceiro exemplo a ser aqui referido é o da chamada “*portfolio compression*”, prática muito discutida no exterior, mas ainda estranha ao mercado brasileiro²³. Pela compressão de *portfolio*, então, um número significativo de contratos que tenham sido pactuados, durante um determinado período, entre determinados participantes do

²² Cf., neste ponto, a referência de Duffie *et. al.* (2010, 17 e ss.).

²³ Para uma breve descrição, cf. Duffie *et. al.* (2010, 18 e 25).

mercado, é reduzido ao menor número possível de exposições e corporificado em um número menor de contratos. Ela parte do pressuposto de que as instituições que operam em determinados mercados realizam diversas operações em sucessão, com diversas contrapartes. Como essas operações, ao contrário do que acontece nos mercados de bolsa, em que a posição é ajustada à medida que se realizam novas operações, vão se acumulando. Com o passar do tempo, se verificou que, havendo muitas operações de mesma natureza contra diversas contrapartes, a compensação entre essas várias operações, gerando um número menor de contratos em aberto (ainda que com a mesma exposição) permitiria uma flagrante redução de custos e de riscos operacionais. Tal prática, naturalmente, apenas é possível quando há uma centralização das informações sobre as operações existentes.

De qualquer maneira, tanto o registro ou a comunicação de operações quanto os diversos serviços acessórios prestados pelos registradores de operações apenas são possíveis – tanto operacionalmente quanto em termos de custo, em caso de uma maior padronização das operações. Da mesma maneira, pela lógica esclarecida na subseção anterior, a própria obrigatoriedade de registro tende a forçar uma maior padronização, fazendo o mercado migrar para modelos comuns.

2.3. Adoção de sistemas de negociação para operações de balcão

Um outro mecanismo que tem sido aventado para reduzir os riscos inerentes às operações de balcão, trazendo, também, outros benefícios, está relacionado à forma de fechamento dessas operações entre as partes. Hoje, como já se discutiu, as operações são fechadas bilateralmente ou em sistemas bem pouco formalizados. Uma das possibilidades que se apresenta é migração do processo de negociação para plataformas regulamentadas, que a proposta do *Over-the-Counter Derivatives Markets Act* apresentada em 2009 chama de “*alternative swap execution facilities*”, ou mesmo para bolsas.

Talvez um dos principais ganhos decorrentes dessa migração esteja relacionado à maior transparência no processo de formação de preços para tais operações. Afinal, se os negócios nascem a partir da contraposição de ofertas trazidas ao mercado, ainda que esse mercado não apresente as mesmas regras de formação de preços vigentes em mercados de bolsa, haverá sempre maiores condições de identificação da realização de operações a preços distorcidos – um dos grandes riscos do mercado de balcão. Mais do que isso, porém, se todas as ordens tendem a ser submetidas a uma ou mais plataformas

centralizadas, o processo de formação de preços tende a melhorar, aumentando a eficiência do mercado como um todo.

Um outro possível ganho decorrente da negociação de operações em sistemas organizados pode ser relacionado a alguns dos custos das operações. Isso porque, de acordo com alguns críticos, uma das maiores resistências apresentadas pelos intermediários para transferir as operações para sistemas de bolsa tem sido o fato de que, no mercado de balcão, com operações mais complexas, sua remuneração pode ser aumentada²⁴.

Como já se viu, nos últimos tempos têm surgido sistemas de negociação de operações para mercado de balcão, o que vem nublando as típicas distinções entre mercados de bolsa e de balcão. Talvez a adoção compulsória de sistemas de negociação centralizada milite, ainda mais, nesse sentido.

2.4. A compensação e a liquidação de operações em sistemas de *clearing*

O último dos pontos que se quer aqui destacar talvez venha sendo um dos mais lembrados nos debates internacionais sobre regulamentação de mercados de balcão. E talvez esse destaque seja justificado, uma vez que os inadimplementos ocorridos nas relações interbancárias – em especial no mercado de derivativos de crédito – foram uma das principais fontes de instabilidade em um dado momento da crise financeira recente. Assim, é compreensível que exista, hoje, uma grande pressão para que a liquidação das operações realizadas em mercado de balcão seja feita por sistemas centralizados de compensação e de liquidação de operações – as “*clearinghouses*” ou simplesmente “*clearings*”, que, no Brasil, a Lei n. 10.214/2001 chama de “*sistemas de registro, compensação e liquidação de operações*”.

Embora já há muito as operações de bolsa sejam liquidadas por tais sistemas, o surgimento de um *corpus* teórico mais rigoroso apenas veio no início da década de 1990, quando o *Committee on Payment and Settlement Systems* do *Bank for International Settlements*, iniciou uma série de discussões em torno do funcionamento dos sistemas de pagamentos – os mecanismos pelos quais, em cada país, se efetuam as transferências de valores – e a sua relevância sistêmica.

Os resultados desses trabalhos, corporificados nos *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*, serviram de base para a reestruturação de diversos sistemas

²⁴ Para essa discussão, cf. *The Economist* (2009, 96).

de pagamentos locais – inclusive o brasileiro, como se verá – e levaram a uma grande valorização das estruturas de *clearing*. Estas podem ser definidas, de maneira simplificada, como estruturas privadas destinadas a registrar as operações realizadas pelos seus participantes; assumir a posição de contraparte central para todas as operações (ou seja, de comprador para cada vendedor e de vendedor para cada comprador), compensando seus resultados de modo a ter uma única exposição líquida a cada participante; requerer as garantias e constituir as demais salvaguardas necessárias para assegurar o cumprimento das obrigações, evitando, assim, que o inadimplemento de qualquer contraparte afete os demais participantes do mercado²⁵.

Desta forma, a submissão de operações de balcão a tais sistemas – a despeito das dificuldades que serão adiante discutidas – pode representar uma importante forma de redução dos riscos de crédito e de liquidez no mercado. Operações de balcão seriam, desta maneira, registradas em uma determinada *clearing*, compensadas com outras operações e teriam o cumprimento das obrigações a ela inerentes garantidas tanto por ativos depositados em garantia pelos seus titulares, quanto por outras salvaguardas, como fundos mutualizados, constituídos pela própria *clearing*. Esta, por sua vez, deveria dispor de mecanismos de apreçamento de operações e de garantias e de administração de riscos, hábeis a desempenhar adequadamente as suas funções. Mostra-se essencial, aqui, não apenas um maior grau de padronização das operações, como também a criação de algumas restrições no que tange às variáveis nelas utilizadas (que devem corresponder a determinados fatores de risco), sob pena de impedir o adequado funcionamento de tais estruturas.

Uma vez apresentadas, ainda que em linhas gerais, as principais iniciativas para a regulamentação do mercado de balcão, e antes de referir algumas das dificuldades que, desde já, se podem vislumbrar, cumpre analisar a experiência brasileira com a regulamentação e a organização de tal mercado.

3. Os derivativos de balcão no Brasil

A despeito de algumas experiências anteriores, o mercado de derivativos aparece no Brasil, de fato, em meados da década de 1980, tendo um de seus principais marcos na

²⁵ Para as conclusões de tais trabalhos, cf. Bank for International Settlements (2001). Para a dinâmica das estruturas de *clearing*, cf. Yazbek (2009, 240 e ss.). Para as propostas hoje em discussão, cf. The Economist (2009, 94 e ss.), Duffie *et al.* (2010, 11 e ss.), Acharya *et al.* (2009a, 244) e International Monetary Fund (2010, capítulo 3). Uma crítica vigorosa – e ao meu ver parcialmente equivocada – a tal tendência pode ser encontrada em Lee (2010). Especificamente para as *clearings* destinadas a liquidar operações com derivativos de crédito, que apresentam, pela natureza das operações, novas dificuldades, cf. Acharya *et al.* (2009b).

criação da Bolsa Mercantil & de Futuros (a “BM&F”, posteriormente renomeada para Bolsa de Mercadorias & Futuros e, hoje, após a fusão com a Bovespa, BM&FBOVESPA)²⁶.

Naquele momento, vale lembrar, o país era ainda assolado por altos índices de inflação e é por este motivo que, ao contrário do que ocorreu em outros lugares – em que os derivativos surgiram à margem das estruturas regulatórias e de regimes mais claros – e, tendo em vista a sua relação com a formação de preços das *commodities*, inclusive agropecuárias, desde o seu surgimento o mercado foi de alguma maneira objeto de regulamentação estatal.

É possível que a existência dessa regulamentação, na qual foram criadas formalidades e limitações para a livre conformação do mercado, seja um dos elementos determinantes para a peculiar estrutura do mercado brasileiro. Isso porque, enquanto em outros lugares, o mercado de balcão usualmente supera em muito, em termos de volumes, os mercados de bolsa, no Brasil a situação se inverte – os mercados bursáteis acabam sendo mais relevantes, com uma centralidade nunca alcançada pelos arranjos mais informais²⁷.

Para melhor explorar as feições básicas da regulamentação brasileira sobre instrumentos derivativos – e sobre o mercado de balcão em particular –, a presente Seção será subdividida em Subseções: a Subseção 3.1 tratará da caracterização dos instrumentos derivativos e dos seus mercados do ponto de vista regulatório e de alguns efeitos dessa caracterização; a Subseção 3.2. tratará da obrigação de registro de operações; a Subseção 3.3 tratará dos arranjos de *clearing*; e na Subseção 3.4 se discorrerá brevemente sobre os efeitos da crise para a estrutura de regulação do mercado de derivativos.

3.1. Os derivativos como valores mobiliários e o regime daí decorrente

Como acima afirmado, na maior parte dos países, os derivativos financeiros surgem em uma espécie de “vácuo regulatório”. Essa situação está ligada a um fato quase prosaico: os mercados de derivativos agropecuários, que foram a matriz de onde surgiram os contratos financeiros, de um modo geral não eram objeto de regulamentação de cunho propriamente financeiro – não havia, para eles, verdadeira “regulação de mercado”. Assim, quando os derivativos financeiros surgiram, imbricados em um conjunto muito

²⁶ Para uma breve referência às demais experiências, cf. Ferreira e Horita (1996, 17 e ss.).

²⁷ Para uma descrição deste quadro, que aqui se evitará inclusive por questões de método, como já esclarecido, cf. Vieira Neto (2010, 280 e ss.).

mais complexo de relações financeiras, a maior parte dos reguladores se deparou com um sério impasse, que em alguns casos foi resolvido com mais agilidade que em outros²⁸.

Ainda que no Brasil, como esclarecido, os derivativos já tenham, desde quase o primeiro momento, contado com uma infra-estrutura regulatória mínima, criada muito mais em razão de temores relacionados ao controle da inflação, a solução adotada não se mostrava absolutamente adequada, em especial em razão da existência de algumas zonas de indefinição.

A primeira norma a dispor sobre o mercado de derivativos no país foi o Decreto-Lei n. 2.286/1986, que, ao menos no que tange aos mercados de derivativos, apenas estabeleceu uma competência genérica de regulamentação para o Conselho Monetário Nacional (CMN). Por meio da Resolução CMN no 1.190/1986, este distribuiu competências entre o Banco Central (BCB) e para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conforme a natureza do ativo subjacente. Esta última ficou, assim, a cargo da regulação daqueles mercados em que se negociavam derivativos cujos ativos subjacentes fossem valores mobiliários (aí incluídos os índices de ações).

Aparentemente como um efeito das próprias e evidentes limitações deste modelo (mesmo porque, vale lembrar, os diversos mercados de derivativos são conectados entre si), tal competência sempre foi exercida de maneira parcimoniosa pelas duas autarquias, com a emissão de relativamente poucas normas. A situação mudou, porém, em 2001.

Com ampla reforma das Leis n. 6.404/1976 e 6.385/1976, levada a efeito pela promulgação da Lei n. 10.303/2001, da Medida Provisória n. 08 (posteriormente convertida na Lei n. 10.411/2002) e do Decreto n. 3.995, todos de 31/10/2001, os mercados derivativos acabaram por ser, todos, colocados sob a competência da CVM, a partir da caracterização dos instrumentos como valores mobiliários (art. 2º da Lei) e dos agentes que neles operam como integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (art. 15). Embora tal consideração fuja aos limites do presente trabalho, vale destacar que tal alteração, longe de representar apenas uma mudança de competências regulatórias, representou uma transformação de ordem verdadeiramente estrutural no marco regulatório brasileiro, promovendo, em última instância, uma significativa racionalização dos mecanismos de regulação de mercado.

²⁸ Para tal descrição, cf. Yazbek (2009, 120 e ss.). Para uma descrição, das medidas que se tomaram nos Estados Unidos para lidar com esse quadro, e que se encontram na origem da estrutura regulatória ainda hoje em vigor, cf. Culp (2000, 269 e ss.).

Concretamente, com a redação que lhe foi então atribuída, o art. 2º da Lei n. 6.385/1976 passou a incluir, na relação de valores mobiliários “*os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários*” (inciso VII) e “*outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes*” (inciso VIII). A despeito das críticas referentes a problemas de técnica legislativa, feitas por diversos autores²⁹ e às dificuldades decorrentes do fato de que os derivativos atendem a finalidades completamente distintas dos valores mobiliários tradicionais, sendo regidos por uma lógica também diversa, o fato é que os mercados daqueles instrumentos passaram, então, a ter um regulador próprio.

Com o alargamento de sua competência, a CVM promulgou diversas normas que, direta ou indiretamente, produziram efeitos sobre o mercado de derivativos ou a sua organização. Vale referir no presente artigo, tendo em vista o seu escopo, pelo menos duas, as Instruções CVM n. 461/2007 e n. 467/2008.

A Instrução CVM n. 461/2007 “*disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado*”³⁰. Ao fazê-lo, ela não apenas diferencia os mercados de bolsa e de balcão (mais especificamente do chamado “balcão organizado”³¹), mas também define o regime jurídico e o conjunto de obrigações das entidades que prestarão serviços neste último. E são estas entidades que, hoje, prestam serviços de registro de operações com derivativos.

Já a Instrução CVM n. 467/2008 “*dispõe sobre a aprovação de contratos derivativos admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários*”, reiterando e atualizando um regime implantado, originariamente, pela Resolução CMN n. 1.190/1986. Como tais instrumentos, à diferença do que ocorre nos valores mobiliários tradicionais, não costumam ser objeto de emissão propriamente dita e de subsequente distribuição em mercado, usualmente nascendo do processo de negociação entre as partes, o que neles importa é o conteúdo da operação negociada. A

²⁹ E vale remeter, em especial, a Carvalhosa e Eizirik (2002, 483). Cf. também Yazbek (2009, 121), que aponta algumas dificuldades de interpretação decorrentes das soluções adotadas.

³⁰ Para uma descrição do regime da Instrução e do contexto em que ela foi promulgada, cf. Noda (2010, 28 e ss.).

³¹ A figura do mercado de balcão organizado – típica do mercado brasileiro – foi criada, ainda em 1996, dentro de um contexto específico, em que se procurava criar uma espécie de “mercado de acesso” ao mercado de bolsa de valores, ainda menos sujeito aos controles e formalismos vigentes para este, mas já com uma estrutura de autorregulação e um processo um pouco mais centralizado de formação de preços. Com o tempo, e o reconhecimento dos ganhos trazidos pela nova categoria, ela passou a ser usada de forma mais generalizada. Cf. Yazbek (2009, 144).

referida Instrução, desta maneira, trata da forma pela qual os “modelos” ou *standards* (as chamadas “especificações”) daqueles contratos destinados à negociação em mercados de bolsa ou à negociação ou registro em mercados de balcão, serão previamente aprovados.

Desta forma, os modelos de contratos derivativos destinados à negociação nos chamados mercados organizados devem ser previamente aprovados pela CVM, enquanto que aqueles que serão negociados diretamente entre as partes e meramente registrados em mercado de balcão organizado (como adiante se verá) devem ser aprovados apenas pela entidade administradora do correspondente mercado, que deverá observar determinados critérios.

Com isso, a Instrução CVM n. 467/2008, reconheceu algumas diferenças essenciais entre os instrumentos negociados em mercado de bolsa e em mercado de balcão. Por um lado, ela admite que as operações de balcão são sujeitas a uma maior especificidade, muitas vezes sendo estruturadas de maneira a atender a necessidades concretas de determinados participantes, criando-se um regime coerente com tal especificidade. Por outro, são reconhecidas também as diferenças entre os públicos atingidos a cada caso. No caso das operações bursáteis, ofertadas em um mercado aberto a uma participação mais ampla, permanece a necessidade de aprovação da CVM, enquanto que, no caso das operações de balcão, nascidas de relações bilaterais e negociadas diretamente entre as partes, se permite um regime mais flexível.

É muito claro, neste sentido, o Relatório de Análise SDM do Processo 2004/1335, em que se consolidaram os resultados da audiência pública realizada, que destaca, em seu item 3.2, que “... a CVM pretende aprovar previamente apenas os contratos derivativos que forem ser negociados, ou seja, oferecidos para contrapartes indistintas, por meio dos sistemas de negociação de que dispõem os mercados de bolsa e de balcão organizado. E essa aprovação pela CVM não será necessária nos casos em que os negócios previamente fechados forem em seguida registrados pelas contrapartes em um mercado organizado. Mas, será preciso que a entidade administradora desse mercado examine e aprove o contrato antes de registrá-lo, pois é seu dever preservar o mercado, contra operações que violem suas regras, como seriam aquelas sem fundamento econômico, por exemplo.”

De qualquer maneira, em razão dessa obrigatoriedade de aprovação, pode-se afirmar que não apenas não existem, no Brasil, contratos derivativos que não tenham sido sujeitos a um procedimento de aprovação prévia, como também que, em larga medida,

acaba vigorando, aqui, um nível de padronização bastante superior ao de alguns outros mercados.

Este, aliás, é um dos motivos pelos, por muito tempo, esse regime recebeu duras críticas, em especial da parte de agentes de mercado. O regime brasileiro demonstra, com clareza, a natureza da tensão existente entre os processos de inovação e a segurança outorgada por determinadas opções regulatórias. Ainda que a possibilidade de aprovação dos modelos pelas entidades registradoras, trazida pela Instrução CVM n. 467/2008, tenha limitado o espectro das críticas recebidas, a mera obrigatoriedade de aprovação – ainda mais quando balizada por critérios como os que aquele diploma traz – não deixa de ser uma restrição ante o regime, bem mais flexível, com os agentes de mercado se deparavam em outros países.

Outra das dificuldades geradas por esse tipo de regime diz respeito ao grau de concreção e de detalhamento dos modelos aprovados. Isso porque em tais modelos, muitas vezes, se mostra necessário acomodar a diversidade de necessidades dos participantes do mercado, e, a rigor, padrões extremamente genéricos podem tornar a obrigação de aprovação prévia acima descrita letra morta. Este tipo de problema evidencia como a discussão sobre padronização deve partir do reconhecimento de que esta pode existir em graus os mais diversos e de que, ainda além da regra formal, é importante valorizar, nos reguladores, a capacidade de compreensão e de acompanhamento de determinadas situações.

Algumas das dificuldades encontradas na padronização de operações serão retomadas na próxima subseção, quando da discussão dos sistemas de registro.

3.2. A obrigação de registro de operações

Um dos aspectos mais característicos do mercado de derivativos de balcão no Brasil é a obrigatoriedade de registro de operações em sistemas de registro autorizados pelo BCB ou pela CVM (conforme dicção do *caput* do art. 1º da Resolução CMN n. 3.505, de 26/10/2007, que rege a matéria). Tal obrigação foi criada, inicialmente, pela Resolução CMN n. 2.042/1994, sucessivas vezes reeditada, com alterações, até o normativo acima referido, hoje em vigor.

Na prática, ainda que tal regime se aplique diretamente às instituições financeiras, ele acaba por abarcar todo o universo de operações realizadas no mercado de balcão,

inclusive por haver se tornado requisito para o reconhecimento dos efeitos econômicos das operações, mesmo quando realizadas por agentes não-financeiros.

Hoje, duas entidades prestam serviços de registro de operações de balcão no Brasil, sendo caracterizadas como entidades administradoras de mercado de balcão organizado. Uma delas é a própria BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (que sucedeu nessas atividades, após a integração entre as bolsas brasileiras, em 2008, a Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F, criada em 1985) e a outra é a Câmara de Custódia e Liquidação ou “CETIP” (cujo nome, até recentemente, era Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos e que foi criada em 1986)³². Tais entidades são incumbidas não apenas de registrar as operações que lhes são submetidas, como também, nos moldes do acima descrito e em consonância com as Instruções CVM n. 461/2007 e 467/2008, aprovar os modelos de contratos registrados e estabelecer determinados controles sobre o processo de registro e mesmo o seu conteúdo.

A obrigação de registro, como já se descreveu, possui, antes de qualquer outra coisa, um conteúdo informacional. Assim, em razão do registro e da manutenção dos correspondentes bancos de dados, (i) os participantes diretamente envolvidos têm acesso a todas as informações relacionadas às suas operações; (ii) a CVM e o BCB, com algumas diferenças no que tange às formas de obtenção das informações e à finalidade de tal obtenção, têm acesso também às operações individuais de cada participante; e (iii) os participantes do mercado em geral têm acesso a informações agregadas sobre posições em aberto, volumes e, conforme o caso, os preços praticados.

O regime acima descrito foi, por muito tempo, criticado, em especial pelas instituições financeiras que também operavam em outros mercados, em razão dos empecilhos que ele acaba por trazer para os processos de inovação. Aparece aqui, novamente, aquela tensão, acima referida, entre os benefícios da inovação e a segurança trazida por determinadas soluções.

Um interessante exemplo daquela tensão, talvez resida na questão, bastante operacional mas nem por isso menos relevante, do conteúdo dos registros. Por mais que as operações submetidas às entidades registradoras atendam se submetam a um determinado grau de padronização, é natural que, com a evolução do mercado e o ganho de complexidade daquelas operações, os “campos” destinados ao seu registro deixem de

³² Para uma descrição mais detalhada desta estrutura, cf. Vieira Neto (2010, 278 e ss.), assim como as referências de Noda (2010, 26 e ss.).

refletir todo o seu conteúdo. A própria conformação desses “campos”, aliás, deve envolver alguns cuidados, de modo a permitir a combinação e a utilização das informações deles constantes. Por mais que essas questões pareçam por demais técnicas, é importante destacar que são elas que determinam a efetividade da obrigação de registro e a sua capacidade de produzir os efeitos almejados.

Outro interessante exemplo reside no uso, cada vez maior, de “derivativos embutidos” em outros contratos financeiros, já acima referido, e na tendência dos reguladores de, cada vez mais, tornar obrigatório o registro dessas cláusulas como se elas também fossem operações³³. O mesmo vale para a combinação de operações diversas em “estratégias”, outro tema acima referido – nesse caso, o registro das operações individuais pode, em muitos casos, ser insuficiente para prover a transparência que se procura obter com tal regime, motivo pelo qual, recentemente, se tem adotado no Brasil a prática de registro das próprias estratégias. O exemplo das operações contratadas no exterior, trazido na subseção seguinte, também demonstra algumas das dificuldades com que se lida quando se está tratando do registro de operações.

Fica claro, assim, que a adoção da obrigatoriedade do registro de operações envolve um permanente acompanhamento, em especial no que tange ao conteúdo e à completude dos registros, que devem ser periodicamente revisados, tendo em vista a necessidade de refletir adequadamente a natureza e os efeitos das operações registradas. Operações mais complexas ou estratégias operacionais devem ser adequadamente refletidas, de modo a permitir, inclusive, a utilização das informações geradas.

Sem prejuízo disso, o que se vê é que o registro tem sido uma importante fonte de informações não apenas para os reguladores, mas também para as estruturas de administração de riscos e de controles internos das próprias instituições. Mais do que isso, porém, durante a crise mostrou-se importante dispor dessa fonte de informações, inclusive para balizar algumas das medidas regulatórias então tomadas, que serão brevemente apresentadas na Subseção 3.4.

Como ali se poderá ver, não apenas o regime dos registros foi aprimorado a partir daquele momento, como também surgiram, com mais vigor, algumas iniciativas que, como subprodutos do processo de registro de operações, podem se mostrar extremamente importantes.

³³ Um esforço neste sentido reside, por exemplo, na Circular BCB n. 3474/2009, que “*dispõe sobre o registro de instrumentos financeiros derivativos vinculados a empréstimos entre residentes ou domiciliados no País e residentes ou domiciliados no exterior realizados com base na Resolução n. 2.770, de 30 de agosto de 2000.*”

3.3. A existência de uma *clearing* também para derivativos de balcão

O último dos pontos específicos da estrutura do mercado brasileiro de derivativos de balcão a ser aqui descrito diz respeito à existência, no país, de uma experiência bastante original de *clearing* destinada à liquidação de tais operações.

A regra geral, no mercado brasileiro como nos outros locais, é a de liquidação efetuada diretamente entre as contrapartes envolvidas. Não obstante, em razão da experiência adquirida com a liquidação de operações com derivativos de bolsa, a antiga BM&F (hoje BM&FBOVESPA) passou a prestar, também, serviços de liquidação de operações de balcão. Desta forma, quando do registro de operações nos sistemas mantidos por aquela instituição, na forma da regulamentação referida na Subseção 3.2, os participantes podem optar por fazê-lo tanto na modalidade “sem garantia” quanto na modalidade “com garantia”. Quando registradas na modalidade “com garantia”, essas operações são submetidas à Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações da Bolsa, tornando-se aplicáveis todos os mecanismos de administração de riscos vigentes para as operações bursáteis – naturalmente com algumas diferenças, relacionadas às especificidades das operações de balcão³⁴.

Embora, a rigor, o modelo da BM&FBOVESPA anteceda tais aprimoramentos, hoje ele se apóia sobre a base legal e regulamentar criada quando da reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro, realizada em 2002, cuja descrição foge aos limites do presente trabalho³⁵.

Para que se pudesse prestar esse tipo de serviço, particularmente importante para alguns investidores institucionais, por exemplo, foi necessário um esforço de padronização das operações de balcão levadas a registro nos sistemas daquela instituição. Com efeito, para submeter uma operação a um sistema de *clearing*, como brevemente discutido acima, é necessário que as variáveis envolvidas sejam passíveis de quantificação pela contraparte central³⁶. Daí porque o rol de operações passíveis de registro nos sistemas da BM&FBOVESPA é compreensivelmente menor que o das operações passíveis de registro na CETIP.

³⁴ Para uma descrição mais detalhada de tal regime, cf. Vieira Neto (2010, 288 e ss.).

³⁵ Para outras referências, cf. Yazbek (2009, 240 e ss.), Alves e Alves (2010, 181) e Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (2002).

³⁶ Esse tipo de dificuldade para a liquidação de operações de balcão por intermédio de sistemas de *clearing* também é destacado por Lee (2010).

Ao lado dessa menor oferta de operações, há outros aspectos – talvez até mais relevantes – que, combinados, ajudam a explicar porque, a despeito das vantagens de tal modelo, apenas uma pequena parcela das operações de balcão realizadas no Brasil é registrada na modalidade “com garantia”³⁷. De um modo geral, tais restrições estão relacionadas às maiores dificuldades para a prestação dos serviços inerentes àquela modalidade em operações de balcão.

Assim, por exemplo, deve-se levar em conta a falta de liquidez das operações de balcão, que, pela sua forma de negociação mesmo, de um modo geral não são passíveis de transferência em um mercado secundário. Desta maneira, em caso de inadimplência ou de quebra de um participante, as posições existentes em contratos de bolsa podem ser encerradas. Já as posições decorrentes de operações de balcão, a menos que haja procedimentos diferenciados que permitam o seu encerramento (como ocorre na BM&FBOVESPA, que adota um procedimento de leilão), devem ser mantidas até o vencimento – quando o participante responsável, inadimplente, pode já não ter mais como depositar garantias adicionais em caso de necessidade. Assim, para que se permita, de forma eficiente, a liquidação de operações por um sistema de *clearing*, é importante dispor de um mercado secundário ou de acordos com participantes de mercado que permitam a transferência das posições detidas pelos participantes inadimplentes.

Isso leva a uma outra dificuldade para a liquidação de operações por meio de *clearinghouses*, relacionada ao montante das garantias. Por mais que as operações submetidas à *clearing* sejam mais padronizadas, (i) as maiores dificuldades para o encerramento da posição, acima descritas, e (ii) o próprio fato de que muitas dessas operações não são periodicamente marcadas a mercado, com o pagamento de ajustes entre as partes (como os ajustes diários dos mercados futuros), tendem a fazer com que sejam requeridas mais garantias para essas operações que para as operações de bolsa. Assim, o processo de liquidação de operações em *clearinghouses* é, usualmente, mais caro para as partes, com a necessidade de depósito de colaterais em volumes mais significativos³⁸.

Mesmo com o reconhecimento dessas limitações, é importante destacar que a experiência brasileira de liquidação de operações de balcão por meio de sistema

³⁷ Para tais dados, cf. Vieira Neto (2010, p. 288).

³⁸ Uma abrangente descrição das principais ressalvas que têm sido apresentadas aos projetos de adoção de sistemas de liquidação de operações para mercado de balcão é feita por Morrison (2010). Uma discussão dos efeitos mais amplos da atuação das *clearings*, que, com o requerimento de depósito de garantias em momentos de crise, podem acentuar problemas de liquidez no mercado, é apresentada em Bank for International Settlements (2010).

centralizado vem se mostrando bastante eficiente, inclusive durante períodos de turbulência no mercado. Daí porque é importante levá-la em consideração na presente discussão.

3.4. Algumas das medidas pós-crise

Embora a descrição, ainda que sucinta, de outras medidas regulatórias, em especial adotadas a partir da crise de 2008/2009, acabe fugindo ao escopo do presente trabalho, talvez seja importante trazer algumas referências. Essas referências se destinam tanto a complementar o já exposto, quanto a demonstrar algumas tendências da regulamentação brasileira. De qualquer maneira, é importante frisar que, mesmo por uma questão de método, a presente descrição não pretende esgotar a análise das medidas que afetam, de maneira direta ou indireta, a estrutura do mercado de balcão no país.

Como vem sendo destacado cada vez mais frequentemente, a crise financeira recente atingiu o Brasil apenas de maneira indireta. E isso por uma série de motivos. Por um lado, a estrutura brasileira de regulamentação de mercado, que foi progressivamente reestruturada desde a estabilização financeira, em meados da década de 1990, mostrou-se suficientemente robusta para impedir que, aqui, se manifestassem alguns problemas similares àqueles ocorridos nos mercados de outros países³⁹. É bem verdade que, em muitos casos, o mercado brasileiro também não apresentava o mesmo grau de complexidade que alguns dos mercados mais gravemente afetados, mas isso não impede o reconhecimento de que muitas das soluções aqui adotadas, não apenas no que diz respeito ao mercado de derivativos, correspondem às práticas hoje reconhecidas como mais adequadas. Por outro lado, a própria atuação do BCB, em diversas frentes, impediu que as restrições à liquidez decorrentes da crise afetassem de forma mais grave o mercado brasileiro, gerando instabilidade⁴⁰. Por fim, questões macroeconômicas, referentes à forma de inserção do país na economia global, por exemplo, também militam neste sentido.

Não obstante, alguns efeitos danosos se fizeram sentir. Algumas empresas que vinham realizando operações no mercado de derivativos de balcão sofreram, assim, os efeitos do aumento da volatilidade dos mercados, em especial do mercado de câmbio, sendo obrigadas a arcar com vultosas perdas. Tal fato, que num primeiro momento foi equivocadamente caracterizado, por analistas mais apressados, como um verdadeiro *subprime* brasileiro, evidenciou algumas questões dignas de nota, em especial referentes

³⁹ Para uma visão geral dessas medidas, no caso brasileiro, com o cuidado de demonstrar como elas se integram em um movimento mais amplo, cf. Alves e Alves (2010).

⁴⁰ Para este último ponto, cf. Mesquita e Torós (2010).

aos mecanismos de organização das estruturas de controles internos nas empresas brasileiras e às práticas de oferta de produtos financeiros. Assim, ainda que tais fatos não correspondam a uma verdadeira crise financeira, deles decorreram algumas medidas merecedoras de destaque na presente descrição.

Algumas das medidas mais significativas então tomadas estão relacionadas: (i) ao registro e à evidenciação contábil das operações (inclusive dentro do movimento, preexistente, de convergência contábil); (ii) ao refinamento de práticas de *disclosure* nas companhias; e (iii) à valorização do critério de *suitability* (adequação) na oferta de produtos financeiros, este último em especial a partir da Deliberação n. 07, aprovada pelo COREMEC em 19/06/2009⁴¹. No presente artigo, porém, se dedicará maior atenção aos aprimoramentos que incidiram sobre a estrutura de mercado em si e que, de um modo geral, estão relacionados ao registro de operações.

Aqui, um dos pontos mais interessantes a destacar, diz respeito a um esforço para assegurar o registro mais completo das operações realizadas pelos diversos participantes do mercado. Isso porque, quando da análise de alguns dos mais significativos casos concretos, verificou-se que muitas das perdas sofridas por empresas de grande porte estavam relacionadas a operações realizadas no exterior. Assim, foi tornado obrigatório, por meio das Resoluções CMN n. 3.474/2009, 3.824/2010 e 3.833/2010, o registro, no país, de um amplo leque de operações contratadas no exterior.

É interessante destacar que, em uma solução extremamente original, ante as dificuldades, para, em alguns casos, obrigar a realização de tal registro, dada a nacionalidade das outras partes envolvidas, o que se faz é condicionar as remessas de recursos decorrentes das operações ao registro. Tal situação, aliás, não apenas demonstra o tipo de dificuldade com que os reguladores se deparam ante o grau de internacionalização dos mercados, como também destaca a importância do debate, já referido, sobre os “*global trade repositories*”.

Uma outra importante iniciativa, surgida entre grupos do mercado, com o apoio dos reguladores, se apresenta como um daqueles produtos de caráter acessório que podem surgir a partir de um regime de registro obrigatório de operações: trata-se da Central de Exposição a Derivativos (CED). Essa Central destina-se a permitir o compartilhamento de determinadas informações sobre as operações dos clientes das instituições

⁴¹ E é importante, aqui, destacar que a obrigação de verificação de adequação quando da oferta de produtos e serviços financeiros, embora hábil para a limitação de alguns excessos na oferta de tais produtos e serviços, talvez não se aplicasse a muitos dos casos ocorridos, dado o perfil dos clientes. Trata-se, com efeito, de medida de proteção a clientes menos sofisticados e, portanto, mais vulneráveis.

financeiras. Com o acesso a informações consolidadas, tais instituições podem fazer uma mais adequada avaliação da exposição já assumida por aqueles em outras operações de balcão⁴².

Tendo em vista o caráter privado de tal iniciativa (que, para cumprir as suas funções, envolve, necessariamente, as duas entidades registradoras), ela precisa se apoiar sobre uma engenhosa estrutura, envolvendo mecanismos garantidores do respeito ao sigilo de operações, procedimentos de autorização da revelação de informações, pelos clientes, assim como alguma capacidade de autorregulação. A criação dessa importante infraestrutura, destinada a aprimorar os mecanismos de administração de riscos adotados pelas instituições financeiras, ajuda a demonstrar, uma vez mais, as interessantes potencialidades do regime criado no Brasil e dos regimes de obrigatoriedade de registro ou de comunicação de operações de um modo geral.

4. Conclusões

Com o presente artigo se procurou não apenas descrever algumas das principais iniciativas de regulamentação do mercado de derivativos no período pós-crise, como também, ante a dinâmica dos debates que se vêm realizando sobre a matéria, apresentar algumas das dificuldades e peculiaridades das soluções que se está procurando adotar.

Longe de corporificar uma discordância em relação àquele conjunto de propostas, este artigo representa um esforço de dar mais concreção ao debate, fazendo referência à experiência brasileira de regulação de mercado. Tal contraposição, aliás, corresponde a uma tendência que, cada vez mais, se vem notando nos fóruns internacionais – a de inclusão, no debate sobre estruturas regulatórias, das experiências dos países emergentes. É importante destacar que muitos desses países levaram a efeito, nos últimos anos, amplos processos de reconstrução daquelas estruturas regulatórias, geralmente no bojo de processos de estabilização financeira e de reinserção no mercado global. Foi em parte em razão desse movimento, aliás, que tais países dispuseram de instrumentos que lhes permitiram lidar de maneira mais adequada – até mesmo paradigmática – com alguns dos desafios recentes⁴³.

⁴² Para a descrição de iniciativas similares, que inclusive inspiraram a criação da CED, e para a racionalidade de tais iniciativas, cf. Yazbek (2009, 254).

⁴³ Outra questão, extremamente relevante, que nasce desse tipo de consideração diz respeito ao reconhecimento, cada vez maior, da importância das soluções e das estruturas locais. De fato, a forma pela qual os países emergentes lidaram com as demandas provenientes da crise fez não apenas com que estes fossem alçados à posição de atores relevantes nos debates subsequentes, mas também com que se reconhecesse, cada vez mais, que existe uma relação delicada entre as estruturas locais (que muitas vezes apresentam raízes profundas) e os movimentos de harmonização regulatória. Esse, talvez, seja um dos mais importantes temas, hoje, quando da discussão sobre iniciativas globais.

Além disso, a análise crítica das propostas apresentadas, ainda mais quando elas assumem esse caráter consensual, é um verdadeiro imperativo em um momento em que, com a gradual retomada da estabilidade em alguns mercados (e a emergência de novos problemas), cresce o risco de esvaziamento das discussões em torno do aprimoramento dos regimes regulatórios e da harmonização das práticas de regulação. Trazer o debate para uma dimensão mais concreta é essencial para assegurar a realização de mudanças.

Na verdade, a discussão sobre a nova regulamentação para o mercado de derivativos de balcão, é uma discussão sobre a própria conformação deste mercado. E a experiência brasileira talvez demonstre a validade dessa assertiva. Se no Brasil, ao contrário do que se considera ser a regra geral, os mercados de bolsa são mais relevantes e concentram maiores volumes do que os mercados de balcão, tal fato deve decorrer, ao menos em parte, da estrutura institucional acima descrita. Da mesma maneira, se, a despeito das inequívocas vantagens de um sistema centralizado de compensação e de liquidação de operações, este ainda é menos utilizado, tal fato deve ser levado em conta nas propostas que pretendem impor ou induzir o uso de *clearings*.

As críticas que tipicamente se fazem ao modelo brasileiro, brevemente referidas no correr deste artigo e, de um modo geral, referentes à lógica dos processos de inovação e aos custos decorrentes de algumas das soluções adotadas, ajudam a ilustrar tal fato. Nada disso afasta a importância das iniciativas em discussão – e os claros méritos do modelo brasileiro também demonstram tal fato – mas deve ficar claro que, em última instância, se está discutindo sobre a própria concepção do mercado de balcão.

Por outro lado, a experiência brasileira mais recente, que envolveu o alargamento das obrigações de registro e o permanente acompanhamento do conteúdo dos registros, demonstra como a adoção de novos instrumentos regulatórios, ao mesmo tempo em que traz inequívocos ganhos, não afasta as dificuldades das práticas de regulação na atualidade.

Os riscos que decorrem do caráter global dos mercados financeiros, da interligação entre produtos e entre agentes distintos, da possibilidade de surgimento de campos não-regulamentados, permanecem, assim, presentes⁴⁴. Talvez esta seja a principal

⁴⁴ É bastante sintomático, assim, que, na nova versão de seus *Objectives and Principles of Securities Regulation*, aprovada e divulgada em junho de 2010, a International Organization of Securities Commissions (IOSCO) estabeleça que “*The Regulator should have or contribute to a process to review the perimeter of regulation regularly*” (princípio n. 7). Cf. International Organization of Securities Commissions (2010).

constatação deste trabalho – a de que mesmo com novos arranjos, continuam em aberto muitas das questões fundamentais discutidas nos últimos anos acerca do caráter da regulação financeira e dos desafios com que ela se defronta.

Referências Bibliográficas

ACHARYA, Viral V., BRENNER, Menachem, ENGLE, Robert F., LYNCH, Anthony W., e RICHARDSON, Matthew (2009a). “Derivatives: The Ultimate Financial Innovation” in ACHARYA, Viral, e RICHARDSON, Matthew (eds.), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, John Wiley & Sons, New Jersey.

ACHARYA, Viral V., ENGLE, Robert F., FIGLEWSKI, Stephen, LYNCH, Anthony W., e SUBRAHMANIAM, Marti G. (2009b). “Centralized Clearing for Credit Derivatives” in ACHARYA, Viral, e RICHARDSON, Matthew (eds.), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, John Wiley & Sons, New Jersey.

ALVES, Sérgio Darcy da Silva, e ALVES, Tatiana Muniz Silva (2010). “A Experiência Brasileira de Regulação: um Caso de Sucesso?” in GARCIA, Márcio, e GIAMBIAGI, Fábio (orgs.), *Risco e Regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial*, Campus, Rio de Janeiro.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO ABERTO (2002). *Sistema de Pagamentos Brasileiro*, Relatório Econômico, Andima, Rio de Janeiro.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1986). *Recent Innovations in International Banking*, Basel.

_____ (2001). *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*, Committee on Payment and Settlement Systems, Basel.

_____ (2010). *The Role of Margin Requirements and Haircuts in Procyclicality*, CGFS Paper n. 36, Committee on the Global Financial System, Basel.

CABALLERO, Juan Ignacio Sanz (2000). *Derivados Financieros*, Marcial Pons, Madrid.

CARVALHOSA, Modesto, e EIZIRIK, Nelson (2002). *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*, Editora Saraiva, São Paulo.

CULP, Christopher L. (2000). “Derivatives Regulation: Problems and Prospects”, in BARTH, James R.; BRUMBAUGH JR., R. Dan; e YAGO, Glenn (eds.), *Restructuring Regulation and Financial Institutions*, Milken Institute, Santa Monica.

DEPARTMENT OF THE TREASURY (2009). *Financial Regulatory Reform – a New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, Washington DC.

DUFFIE, Darrell, LI, Ada, e LUBKE, Theo (2010). *Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure*, Staff Report n. 424, Federal Reserve Bank of New York.

ECONOMIST, The (2009). “Over the Counter, Out of Sight”, November 14th, London.

FERREIRA, Alcides, e HORITA, Nilton (1996). *BM&F: a História do Mercado Futuro no Brasil*, Cultura Editores, São Paulo.

GASTINEAU, Gary L., e KRITZMAN, Mark P. (2000). *Dicionário de Administração de Risco Financeiro*, Bolsa de Mercadorias & Futuros-BM&F, São Paulo.

GROUP OF THIRTY (Working Group on Financial Reform) (2009). *Financial Reform: a Framework for Financial Stability*, Washington, DC.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010). *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, Abril de 2010, Washington, D.C.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2010). *Objectives and Principles of Securities Regulation*, June 2010, Madrid.

KIFF, John, e MILLS, Paul (2007). *Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets*, IMF Working Paper WP/07/188 , International Monetary Fund, Washington (D.C.)

LEE, Ruben (2010). “Clearing Houses are no Panacea for Market Ills”, *Financial Times*, June 7, 2010.

LOPES, Alessandro, GALDI, Fernando Caio, e LIMA, Iran Siqueira (2009). *Manual de Contabilidade e Tributação de Instrumentos Financeiros e Derivativos*, Editora Atlas, São Paulo.

MESQUITA, Mário, e TORÓS, Mário (2010). “Gestão do Banco Central no Pânico de 2008” in GARCIA, Márcio, e GIAMBIAGI, Fábio (orgs.), *Risco e Regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial*, Campus, Rio de Janeiro.

MILLER, Merton H. (1997). “Do Futures Markets Have a Future?” in *Merton Miller on Derivatives*, John Wiley & Sons, New Jersey.

MORRISON, Joanne (2010). “The Operational Challenges of OTC Clearing”, in *The Magazine of the Futures Industry*, June 2010, Washington, D.C.

NASSETTI, Francesco Caputo (1997). *Profili Civilistici dei Contrati “Derivati” Finanziari*, Giuffrè Editore, Milano.

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

SKEETE, Herbie (2009). *The Future of the Financial Exchanges*, Elsevier, Boston.

VIEIRA NETO, Cícero Augusto (2010). “Administração de Risco de Derivativos no Brasil – Mercados de Bolsa e de Balcão” in GARCIA, Márcio, e GIAMBIAGI, Fábio (orgs.), *Risco e Regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial*, Campus, Rio de Janeiro.

YAZBEK, Otavio (2006). “O Risco de Crédito e os Novos Instrumentos Financeiros – uma Análise Funcional”, in WAISBERG, Ivo, e FONTES, Marcos Rolim Fernandes (coords.), *Contratos Bancários*, Editora Quartier Latin, São Paulo.

_____ (2009). *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2ª edição.