RODRIGO ALVES RODRIGUES

DERIVATIVOS DE CRÉDITO:
ASPECTOS JURÍDICOS

TESE DE DOUTORADO

ORIENTADORA: PROFESSORA ASSOCIADA RACHEL SZTAJN

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

São Paulo

2015

RODRIGO ALVES RODRIGUES

DERIVATIVOS DE CRÉDITO: ASPECTOS JURÍDICOS

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob orientação da Professora Associada Rachel Sztajn.

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

São Paulo

2015

Dedico aos meus pais este trabalho
e tudo que ele representa.

AGRADECIMENTOS

Aprendi durante os anos em que venho escrevendo esta tese que ela não é apenas o resultado de muito empenho e dedicação. Talvez estes sejam importantes ingredientes, mas não os únicos. Sendo assim, utilizo estas linhas iniciais para singelamente agradecer a todos aqueles que foram importantes para a conclusão do presente trabalho.

Agradeço aos meus pais por terem me ensinado que conhecimento nunca é demais e por me apoiarem sempre.

Deixo aqui meu especial agradecimento à Professora Rachel Sztajn pelos ensinamentos, por ter me auxiliado a delimitar um tema tão amplo e complexo, pelas sugestões e comentários ao que escrevi, bem como por me orientar com muita atenção, presteza e paciência. Além de ser brilhante, a Professora Rachel trata a carreira acadêmica com muita dedicação e seriedade. Admiro a Professora Rachel desde a graduação e a orientação me fez admirá-la ainda mais.

Sou grato à Professora Juliana Krueger Pela e ao Professor Milton Barossi Filho pelos comentários e sugestões feitas em minha banca de qualificação.

Agradeço os meus amigos do Departamento Jurídico do Banco Itaú BBA por todo apoio e flexibilidade, o que permitiu que eu conciliasse minhas atividades profissionais e acadêmicas. As duas licenças concedidas para que eu me dedicasse exclusivamente ao doutorado foram essenciais e determinantes para que esse meu projeto se concretizasse. Tenho orgulho de fazer parte deste time!

Gostaria de agradecer em especial a Glaucia Miranda Filio, uma das maiores autoridades no assunto, pelas conversas esclarecedoras, pelos relevantes subsídios e comentários feitos ao trabalho.

Ao Pedro Darahem Mafud agradeço pelas produtivas discussões, pela sugestão de material bibliográfico e por disponibilizar sua excelente tese de mestrado.

RESUMO

RODRIGUES, Rodrigo Alves. Derivativos de Crédito: Aspectos Jurídicos. 2015. pp. 1-295. Doutorado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

A presente tese objetiva estudar o *Credit Default Swap* (CDS) e o *Total Return Swap* (TRS), que são os derivativos de crédito cuja negociação é permitida no país. Analisaremos a utilização destes instrumentos financeiros no sistema bancário, seus efeitos deletérios no mercado financeiro, o modo como são regulados no direito brasileiro, bem como as recentes alterações legislativas nos Estados Unidos e União Europeia pós crise de 2008.

Palavras-chave: Derivativos de Crédito; Regulação; Mercado Financeiro.

ABSTRACT

RODRIGUES, Rodrigo Alves. Credit Derivatives: Legal Aspects. 2015. pp. 1-295. Doctorate – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2015.

This thesis aims at studying the Credit Default Swap (CDS) and the Total Return Swap (TRS), which are credit derivatives whose negotiation is permitted in the country. We will analyze the use of these financial instruments in the banking system, its deleterious effects on the financial market, the way they are regulated in Brazilian law, as well as the recent legislative changes in the United States and European Union after the 2008 crisis.

Keywords: Credit Derivatives; Regulation; Financial Market.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1 – RISCOS E SUA ADMINISTRAÇÃO	3
1.1 – Risco e incerteza	3
1.2 – Tipologia de riscos em operações de crédito	4
1.2.1 – Risco de crédito	4
1.2.2 – Risco de mercado	5
1.2.3 – Risco de liquidez	6
1.2.4 – Risco operacional	7
1.2.5 – Risco legal	8
1.2.6 – Risco sistêmico	8
CAPÍTULO 2 – DERIVATIVOS DE CRÉDITO	12
2.1 – Derivativos: conceito e funções	12
2.2 – Derivativos: contratos a termo, futuros, opções e swaps	15
2.3 – Derivativos de crédito: conceito e funções	18
2.4 – Comparação com outros instrumentos de transferência de riscos (cessão de crédito, securitização de créditos) e com as garantias contra os efeitos da concretização do risco (seguro de crédito e garantias)	28
CAPÍTULO 3 – DERIVATIVOS DE CRÉDITO E SISTEMA BANCÁRIO	30
3.1 – Proteção (<i>hedge</i>) e exposição a risco de crédito	31
3.2 – Especulação	32
3.3 – Gerenciamento de riscos	36
3.4 – Gerenciamento de capital	40
3.5 – Obtenção de rendimentos por meio da intermediação de derivativos de crédito	43
3.6 – Arbitragem	44
3.7 – “Descoberta de preço” no mercado do ativo subjacente	45
3.8 – <i>Moral hazard</i> em operações de CDS	48
3.9 – O mercado de derivativos de crédito: evolução e principais características	49
3.9.1 – Negociação de derivativos no mercado de balcão	49
3.9.2 – Evolução do mercado de derivativos de crédito	50
3.9.3 – Participantes do mercado	54
3.9.4 – Instrumentos negociados	55
3.9.5 – Rating de crédito dos ativos subjacentes cujo risco de crédito foi transferido	56
3.9.6 – Prazo das operações	56
3.9.7 – Mercado brasileiro de derivativos de crédito	56
CAPÍTULO 4 – DERIVATIVOS DE CRÉDITO: DA ADMINISTRAÇÃO À CRIAÇÃO DE RISCOS	61
4.1 – A não regulação dos derivativos de crédito nos Estados Unidos e a crise de 2008	61
4.1.1 – Derivativos de crédito, a falência do Lehman Brothers e o resgate da AIG	72
4.1.2 – Negociação de derivativos de crédito durante a crise	74
4.1.3 – O sistema bancário paralelo (<i>shadow banking system</i>)	76
4.1.4 – A não regulação do <i>Collateralized Debt Obligation</i> (CDO) como uma das causas da crise de 2008	78
4.2 – Manipulação do mercado: vedações à negociação de CDS a descoberto referenciados a créditos decorrentes de dívida soberana	86
4.2.1 – Os CDS referenciados aos títulos soberanos gregos	86

4.2.2 – Proibição de operações com CDS a descoberto tendo títulos soberanos como ativo subjacente (<i>naked CDS</i> soberano)	88
4.2.3 – CDS a descoberto e “descoberta de preço”	96
4.3 – Incentivos para credores de empresas em crise e o problema do “credor vazio”	97
4.3.1 – Falência como evento de crédito, mas devedor pede Recuperação Judicial....	99
4.3.2 – Recuperação Judicial como evento de crédito, mas devedor quer renegociar a dívida, inclusive por meio da Recuperação Extrajudicial.....	102
4.3.3 – Recuperação Extrajudicial como evento de crédito, mas devedor quer renegociar a dívida.....	103
4.3.4 – Reestruturação de dívidas como evento de crédito.....	104
4.3.5 – Estudo empírico realizado pela ISDA sobre o problema do credor vazio	108
CAPÍTULO 5 – REGULAÇÃO DOS DERIVATIVOS DE CRÉDITO	110
5.1 – Credit Default Swap (CDS)	118
5.1.1 – Eventos de crédito.....	118
5.1.2 – Métodos de liquidação	121
5.1.3 – Índices relativos ao CDS.....	125
5.1.4 – Variações do CDS.....	127
5.2 – Total Return Swap (TRS)	129
5.2.1 – Motivações para a contratação de TRS.....	132
CAPÍTULO 6 – NATUREZA JURÍDICA DO CDS E DO TRS	134
6.1 – Declaração unilateral de vontade	135
6.2 – Contrato	138
6.2.1 – Troca ou permuta	144
6.2.1.1 – Resilição do CDS e do TRS.....	162
6.2.2 – Contrato preliminar.....	164
6.2.2.1 – Promessa e compromisso de compra e venda.....	166
6.2.3 – Compra e venda	167
6.2.4 – CDS e TRS não se confundem com Fiança, <i>Standby Letter of Credit</i> (SBLC), seguro e Cessão de Crédito.....	168
CAPÍTULO 7 - PERSPECTIVAS REGULATÓRIAS PÓS CRISE DE 2008	188
7.1 – Contrapartes Centrais (CCPs) e a mutualização de riscos	195
7.1.1 – Liquidação bilateral e por CCPs	196
7.1.2 – Problemas decorrentes da mutualização dos riscos	208
7.1.3 – Quais operações deveriam ser liquidadas por CCPs.....	209
7.1.4 – Relação das CCPs com os órgãos reguladores	212
7.1.5 – Chamadas de margem e garantias.....	213
7.1.6 – Falência da CCP.....	218
7.2 – ISDA e seu papel na autorregulação dos derivativos de crédito	224
7.2.1 – ISDA e os <i>Credit Derivatives Definitions</i>	224
7.2.2 – <i>Big Bang Protocol</i> e <i>Small Bang Protocol</i>	228
7.3 – Principais normas internacionais: minimização dos efeitos deletérios dos derivativos de crédito pós crise de 2008	231
7.3.1 – <i>Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i> de 2010	232
7.3.1.1 – Efeitos extraterritoriais do <i>Dodd-Frank Act</i>	237
7.3.2 – <i>European Market Infrastructure Regulation</i> de 2012	240
7.3.3 – Tentativas de harmonização das normas em vigor	242
7.4 – Contraponto das iniciativas regulatórias internacionais com o sistema jurídico brasileiro	245
7.4.1 – Regulação dos derivativos	247

7.4.2 – Aprovação de contratos	252
7.4.3 – Negociação em plataformas eletrônicas	253
7.4.4 – Compartilhamento de informações e CED	253
7.4.5 – Divulgação de informações	256
7.4.6 – Registro.....	257
7.4.7 – Contrapartes Centrais.....	262
CONCLUSÕES	266
BIBLIOGRAFIA	270
ANEXO – Gráficos e Tabelas	283

INTRODUÇÃO

Os derivativos de crédito são instrumentos financeiros intrigantes desenvolvidos nos anos 90. Foram criados para permitir a melhor administração de riscos de crédito por meio de sua transferência, mas sem alterar a titularidade do ativo subjacente. Também permitem a exposição a determinado risco de crédito sem a necessidade de adquirir o ativo e incorrer nas vedações regulatórias para tanto. Rapidamente os derivativos de crédito passaram a ser utilizados para várias outras finalidades, possibilitando a criação de riscos e a transferência destes para fora do sistema financeiro.

A partir de 2000 observamos um crescimento exponencial deste mercado e menos de uma década depois foram considerados os causadores da crise de 2008, o que implicou na modernização da infraestrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos e países da União Europeia.

A presente tese tem por objetivo responder à seguinte indagação: Qual é a natureza jurídica e como são regulados os derivativos de crédito no direito brasileiro? Não se trata de tarefa fácil, haja vista o ineditismo, atualidade e complexidade do tema.

No Capítulo 1 faremos a diferenciação entre risco e incerteza, bem como detalharemos quais são os riscos inerentes às operações creditícias, já que o risco de crédito pode ser transferido por meio de derivativos de crédito. Explicaremos no Capítulo 2 o que são derivativos para em seguida definir os derivativos de crédito e diferenciá-los de outros mecanismos de transferência de risco de crédito, bem como de instrumentos de garantia contra a concretização do risco de crédito.

Após a apresentação dos conceitos que serão utilizados e contextualização realizada nos primeiros capítulos, trataremos no Capítulo 3 das diversas funções que os derivativos de crédito desempenham no mercado bancário, bem como os incentivos que criam para as instituições financeiras, considerando o relevante papel desempenhado pelos derivativos de crédito no mercado bancário e pelo fato de no Brasil ser necessário que uma instituição financeira seja parte em tais operações.

Tendo em vista que o CDS foi considerado o causador da crise de 2008, analisaremos no Capítulo 4 se tal assertiva é verdadeira e avaliaremos se a crise teria uma raiz jurídica. Neste mesmo capítulo procuraremos entender se os CDS podem ser utilizados para a manipulação do mercado do ativo subjacente, bem como qual é o novo sistema de

incentivos trazido pelo CDS para credores de empresas em recuperação judicial, extrajudicial ou falidas e como lidar com o problema do “credor vazio”.

No Capítulo 5 detalharemos como o CDS e o TRS são regulados no direito brasileiro e no Capítulo 6 analisaremos qual é a natureza jurídica destes derivativos de crédito.

O Capítulo 7, por sua vez, enfoca os desdobramentos regulatórios da crise de 2008, sendo examinadas as principais alterações na regulação dos derivativos negociados no mercado de balcão nos Estados Unidos e União Europeia, bem como sua adequação para evitar ou reduzir os efeitos deletérios de tais instrumentos financeiros. Faremos, por fim, um contraponto com a regulação de tais instrumentos financeiros no sistema jurídico nacional. Por derradeiro, apresentaremos as conclusões.

CAPÍTULO 1 – RISCOS E SUA ADMINISTRAÇÃO

1.1 – Risco e incerteza

Toda atuação econômica envolve riscos e incertezas. Segundo o economista FRANK H. KNIGHT¹ a diferença entre ambos os termos está na possibilidade de mensuração. O risco pode ter sua probabilidade de ocorrência mensurada por meio de cálculos atuariais, o que não é possível com a incerteza em virtude de seu grau de contingência.

O risco tem por objeto eventos que ocorrem ao acaso, mas com certa regularidade, de modo que a distribuição de probabilidades de sua ocorrência durante certo espaço de tempo pode ser obtida ou aproximada a outras distribuições de probabilidades já conhecidas. No caso de desconhecimento das probabilidades de que determinado evento venha a ocorrer, por exemplo, pela inexistência de dados históricos disponíveis, estaremos tratando de incerteza e não de risco.

Muitos dos eventos que impactam a atividade econômica são imprevisíveis, sendo certo que após sua ocorrência encontraremos um meio de explicá-los, de modo que pareçam menos aleatórios e mais explicáveis².

Quando se toma uma decisão em geral não se pode ter certeza do resultado, mas se sabe que este se encontrará dentro de uma distribuição de probabilidades, sendo o risco medido por meio do intervalo de valor sob uma distribuição de probabilidades conhecidas, de modo que quanto maior a possibilidade de variação do resultado mais provável, maior será o risco. Considerando o conceito de risco acima, verifica-se que se trata de elemento inerente ao sistema financeiro, e principalmente nas operações creditícias, sempre havendo alguma probabilidade de perda financeira.

¹ “It will appear that a *measurable* uncertainty, or “risk” proper, as we shall use the term, is so far different from an *unmeasurable* one that it is not in effect an uncertainty at all. We shall accordingly restrict the term “uncertainty” to cases of the non-quantitative type.” Tradução livre: “Parecerá que uma incerteza *mensurável*, ou risco propriamente dito, como devemos usar tal termo, é realmente diferente de uma *não mensurável*, que não é efetivamente uma incerteza”. KNIGHT, Frank H., *Risk, uncertainty and profit*, Boston: Houghton Mifflin Company, 1921, Parte I, Cap. I, p. 26, disponível em <http://www.econlib.org/LIBRARY/Knight/knRUP.html> (acesso em 30/12/2014).

² Cf. TALEB, Nassim Nicholas, *The Black Swan: The impact of the highly improbable*, Penguin UK, 2008.

1.2 – Tipologia de riscos em operações de crédito

O entendimento dos riscos presentes em uma operação creditícia é o pressuposto para analisar os derivativos de crédito, que tem por finalidade permitir o gerenciamento de risco de crédito, mas ao mesmo tempo podem intensificar o risco sistêmico, conforme veremos. A tipologia de riscos apresentada a seguir não é exaustiva. Além disso, nem todos os riscos abordados estão presentes em operações de crédito isoladamente consideradas, como por exemplo o risco sistêmico.

1.2.1 – Risco de crédito

Os diversos instrumentos utilizados pelos bancos para conceder crédito (cédulas de crédito bancário, notas de crédito à exportação, pagamento antecipado à exportação, adiantamento de contrato de câmbio, etc.) ou mesmo os valores mobiliários emitidos para captar recursos no mercado de capitais ou financeiro (debêntures, notas promissórias comerciais, *bonds*, letras financeiras, certificados de depósito bancário, etc.), por sua natureza, envolvem uma série de riscos. Dentre os riscos em operações creditícias o mais evidente é o risco de crédito, ou seja, o risco do devedor inadimplir total ou parcialmente suas obrigações pecuniárias assumidas perante o credor, bem como o risco do credor sofrer perdas, mesmo sem haver o inadimplemento, como por exemplo a desvalorização da operação pelo rebaixamento da qualidade de crédito do devedor. O inadimplemento pode ocorrer por uma série de fatores, tais como: (i) falência, recuperação judicial ou extrajudicial; (ii) negação, não reconhecimento da obrigação ou declaração de moratória; (iii) reestruturação da dívida, etc. A importância deste conceito reside no fato dos derivativos de crédito serem essencialmente utilizados para a transferência de risco de crédito e também para que uma parte possa se expor a tal risco.

A Resolução CMN n.º 3.721, de 30 de abril de 2009, que dispõe sobre a implementação de estrutura de gerenciamento do risco de crédito o define adequadamente em seu artigo 2º como sendo “a possibilidade de ocorrência de perdas associadas ao não cumprimento pelo tomador ou contraparte de suas respectivas obrigações financeiras nos termos pactuados, à desvalorização de contrato de crédito decorrente da deterioração na

classificação de risco do tomador, à redução de ganhos ou remunerações, às vantagens concedidas na renegociação e aos custos de recuperação”.

O parágrafo único do artigo 2º da Resolução supra mencionada detalha, em caráter exemplificativo, algumas situações que estão compreendidas na definição de risco de crédito:

(i) o risco de crédito da contraparte, entendido como a possibilidade de não cumprimento, por determinada contraparte, de obrigações relativas à liquidação de operações que envolvam a negociação de ativos financeiros, incluindo aquelas relativas à liquidação de instrumentos financeiros derivativos;

(ii) o risco soberano, entendido como a possibilidade de perdas associadas ao não cumprimento de obrigações financeiras nos termos pactuados por tomador ou contraparte localizada fora do país, em decorrência de ações realizadas pelo governo do país onde está localizado o tomador ou contraparte, e o risco de transferência, assim entendido como sendo a possibilidade de ocorrência de entraves na conversão cambial dos valores a serem recebidos; e

(iii) a possibilidade de ocorrência de desembolsos por parte do credor para honrar avais, fianças, coobrigações, compromissos de crédito ou outras operações de natureza semelhante.

1.2.2 – Risco de mercado

O risco de mercado decorre da volatilidade dos preços de ativos negociados no mercado. Segundo o artigo 2º da Resolução CMN n.º 3.464, de 26 de junho de 2007, que dispõe sobre a implementação de estrutura de gerenciamento do risco de mercado, define-se risco de mercado como sendo “*a possibilidade de ocorrência de perdas resultantes da flutuação nos valores de mercado de posições detidas por uma instituição financeira*”. O parágrafo segundo da mesma norma preceitua que tal definição engloba os riscos das operações sujeitas à variação cambial, das taxas de juros, dos preços de ações e de mercadorias (*commodities*). Não obstante tal definição tenha sido elaborada no âmbito do mercado bancário, poderá ser utilizada no âmbito de qualquer relação creditícia. Deste modo podemos inferir que o risco de taxa de câmbio e de taxa de juros são espécies do gênero risco de mercado.

O risco de taxa de câmbio consiste no descasamento da paridade cambial, que ocorre quando uma das partes está em país diferente daquele da moeda da operação, como por exemplo operação em dólar realizada por devedor brasileiro cujas receitas são em Real.

Quanto ao risco de taxa de juros, podemos conceituá-lo como a probabilidade de que as taxas de juros variem durante a vigência da operação, impactando em seu valor. Materializa-se, por exemplo, no risco de que a taxa de juros, quando pós-fixada, seja mais elevada do que o inicialmente previsto, de modo que o valor a ser repago pelo devedor será maior do que o esperado. Tal risco também está presente quando a taxa é pré-fixada, pois se o valor da taxa base aumentar, o investimento tornar-se-á menos atrativo, perdendo valor.

1.2.3 – Risco de liquidez

O risco de liquidez está relacionado à dificuldade em se transferir o instrumento de crédito a terceiros, sem que haja expressivo reflexo negativo em seu preço devido à ausência de agentes compradores e vendedores. Quanto mais fácil for a transferência mediante contrapartida em dinheiro, maior será a liquidez do instrumento.

Dentro do conceito de risco de liquidez podemos mencionar ainda o risco de pagamento antecipado, ou seja, o pagamento da dívida antes do prazo ajustado, sendo que para esses casos é comum a previsão de que o devedor pagará os denominados custos de quebra de captação (*breaking fund costs*)³, que consistem no pagamento a ser realizado para compensar o fato de o credor não mais receber o fluxo de juros pela totalidade do período avençado. É comum que além dos custos de quebra de captação sejam inseridas outras penalidades para desestimular o pagamento antecipado. O risco de liquidez geralmente está associado com o risco de taxa de juros, haja vista que o pagamento antecipado de dívida cuja taxa de juros era pré-fixada, em situação de queda na taxa de

³ Os pagamentos dos custos de quebra de captação também são comuns em operações realizadas com credores externos (*cross-border*). Quando uma instituição financeira brasileira realiza uma operação creditícia no Brasil (operação ativa) em moeda diferente do Real, tal concessão de crédito pressupõe uma captação de recursos no exterior (operação passiva). Em geral a captação tem o mesmo prazo e as mesmas datas de pagamento de juros da operação ativa realizada no país, caracterizando-se o que se costuma chamar de operação casada. Na operação passiva é padrão de mercado o estabelecimento de penalidades caso a instituição financeira decida pagar antecipadamente o empréstimo, pois neste caso o credor externo não receberá todo o fluxo de juros acordado. Sendo assim, quando na operação ativa o devedor decide pagar antecipadamente o empréstimo, o custo de pagamento antecipado da operação passiva lhe é repassado, geralmente acrescido de uma penalidade, denominada de prêmio, para desestimular tal comportamento.

juros ensinará que a nova concessão de crédito será realizada com taxa de juros menor do que aquela da operação que foi liquidada antecipadamente, havendo uma perda para o credor.

Pode o risco de liquidez se referir não apenas à liquidez do ativo, mas também do mercado em que tal ativo é negociado e ao setor a que se refere.

1.2.4 – Risco operacional

O risco operacional está essencialmente relacionado às falhas na atuação humana. É definido pelo artigo 2º da Resolução CMN n.º 3.380, de 29 de junho de 2006, que dispõe sobre a implementação de estrutura de gerenciamento do risco operacional, como sendo “*a possibilidade de ocorrência de perdas resultantes de falha, deficiência ou inadequação de processos internos, pessoas e sistemas, ou de eventos externos*”. Não nos parece que eventos externos não relacionados direta ou indiretamente com a atividade deveriam estar inseridos no conceito de risco operacional. No parágrafo primeiro do mesmo artigo há a menção de que o risco operacional inclui o risco legal associado à inadequação ou deficiência em contratos firmados pela instituição, bem como o risco de sanções em razão de descumprimento de dispositivos legais e do pagamento de indenizações por danos a terceiros decorrentes das atividades desenvolvidas pela instituição. O parágrafo segundo exemplifica alguns eventos de risco operacional: fraudes internas e externas, demandas trabalhistas e segurança deficiente do local de trabalho, práticas inadequadas relativas a produtos e serviços, danos a ativos físicos próprios ou em uso pela instituição, aqueles que acarretam a interrupção das atividades da instituição, falhas em sistemas de tecnologia da informação, falhas na execução, cumprimento de prazos e gerenciamento das atividades na instituição, etc.

Não se pode esquecer também o risco de precificação, ou seja, o risco de estimativas equivocadas com relação ao risco de crédito que se transfere ou que se assume, de modo a sub ou superestimá-lo. A decisão pode ter sido enviesada, as informações podem ter sido insuficientes para a tomada de decisão (ex: informação sobre a possibilidade de recuperação do crédito, a probabilidade da ocorrência de evento de crédito, entre outros), o modelo de precificação pode não ser adequado à situação que se quer analisar, fundar-se em premissas equivocadas, etc.

1.2.5 – Risco legal

É caracterizado pela incerteza quanto às normas aplicáveis, bem como quanto ao entendimento e interpretação destas e do documento jurídico que formaliza a operação realizada. Por este motivo a *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) tem se preocupado em estabelecer documentação e definições padronizadas para a contratação de derivativos no mercado de balcão não organizado, inclusive derivativos de crédito, minimizando o risco legal e reduzindo os custos envolvidos na negociação e interpretação do contrato.

O risco regulatório se assemelha ao risco legal, mas tem conteúdo mais abrangente, pois se refere à possibilidade da relação jurídica ser afetada por alterações nas regras aplicáveis.

1.2.6 – Risco sistêmico

O papel primordial dos bancos é a realização da intermediação financeira, captando recursos de poupadores por meio de cadernetas de poupança, CDBs, Letras Financeiras, LCA, LCI, entre outros, e os direcionando para aqueles que necessitam de tais recursos, mediante a cobrança de um *spread*, ou seja, a diferença entre a taxa paga ao credor na captação e a taxa pela qual o recurso é emprestado. Além das operações de crédito os bancos também costumam prestar serviços, tais como gerenciamento de recebimentos e pagamentos, cobrança de títulos, assessoria financeira, coordenação de operações com sindicato de bancos, etc.

Considerando as duas atividades acima, a preservação da solidez do sistema bancário é de extrema relevância para o bom funcionamento da economia. Para tanto, existe a necessidade de regulação prudencial para lidar com as fragilidades estruturais comuns a todos os bancos, que poderiam gerar crises sistêmicas.

O risco sistêmico tem por base um evento sistêmico⁴, que pode estar relacionado a apenas uma instituição financeira, como também pode ser evento ou uma cadeia de eventos verificáveis e com efeitos adversos sobre mais do que uma instituição financeira. Em relação ao seu desfecho os eventos sistêmicos podem ser divididos em fracos, se as instituições financeiras afetadas conseguirem manter sua solvência, ou fortes, caso estas se tornem insolventes após o evento sistêmico. Apenas os eventos sistêmicos fortes em pelo menos duas ou mais instituições financeiras pressupõem o risco sistêmico, quando a transmissão do choque pode levar a uma desestabilização geral do sistema ou ao seu colapso⁵, conforme foi verificado com a crise de 2008 após a falência do Lehman Brothers.

O conceito de evento sistêmico abrange não só o acontecimento isolado, mas também seus efeitos, sendo decomposto em choques e mecanismos de propagação. O acontecimento que gera o evento sistêmico é considerado o choque e os mecanismos de propagação são aqueles pelos quais há a propagação do choque de uma instituição financeira para as demais. Para a caracterização de um evento sistêmico, deve haver relação de causalidade entre o choque e os acontecimentos subsequentes⁶.

Os bancos são vulneráveis ao risco sistêmico, pois seus ativos constituem-se de empréstimos e financiamentos concedidos, a serem pagos em diversos prazos e acrescidos de juros, enquanto que seu passivo é formado por depósitos à vista em contas correntes ou poupança, caracterizadas pelo fato de seus titulares poderem sacar os valores depositados a qualquer momento. Os bancos não podem se negar a devolver os valores depositados ou os devolver com atraso argumentando falta de liquidez, sob pena de, no Brasil, terem sua liquidação extrajudicial decretada *ex officio*, nos termos do artigo 15, inciso I, alínea “a” da Lei n.º 6.024, de 13 de março de 1974. Esta situação torna-se arriscada pelo fato de que o dinheiro depositado pelos clientes é utilizado pelos bancos para a concessão de empréstimos, não sendo possível sincronizar o vencimento das obrigações passivas de longo prazo com o vencimento das obrigações ativas de curto prazo, havendo um evidente descasamento de fluxos de caixa, pois entende-se que é improvável que em situação

⁴ Cf. BANDT, Oliver de; HARTMANN, Philipp, *Systemic Risk: A Survey*, Working Paper n. 35, Banco Central Europeu, Novembro de 2000, disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp035.pdf> (acesso em 30/12/2014).

⁵ CORTEZ, Tiago Machado, *O conceito de risco sistêmico e suas implicações para a defesa da concorrência no mercado bancário*, in “Concorrência e regulação no sistema financeiro”, coord. Celso Fernandes Campilongo e outros, Max Limonad, 2002, pp. 316-317.

⁶ Idem.

normal todos os correntistas venham a sacar ao mesmo tempo os valores depositados na instituição financeira⁷.

No que tange aos mecanismos de transmissão, estes se dividem em dois: o informacional e o que se dá pela exposição interbancária ao risco. O mecanismo informacional decorre da assimetria informacional entre os bancos e seus depositantes quanto às situações patrimoniais dos primeiros. Para se considerar que o contágio sistêmico deu pela assimetria de informações, deve haver uma falsa presunção por parte dos correntistas com relação à situação patrimonial dos bancos, decorrente da incapacidade de obter informações fidedignas sobre o real estado patrimonial destes⁸.

A transmissão de choques também pode se dar pelas exposições reais entre os bancos. Observamos que os bancos podem se inter-relacionar em dois ambientes: no mercado interbancário e no sistema de pagamentos. Por meio do mercado interbancário os bancos financiam as necessidades de liquidez uns dos outros, diluindo os riscos de liquidez de cada instituição. Em caso de problemas temporários de liquidez os bancos podem se socorrer do mercado interbancário sem ter que utilizar a janela do redesconto. O sistema de pagamentos, por sua vez, permite a compensação das posições de cada banco depois de verificados quais os valores devidos entre eles em virtude dos pagamentos efetuados pelos seus clientes por meio de cheques ou transferências interbancárias, que são transferências de créditos aos clientes contra essas instituições. Todavia, após as compensações as posições finais de cada banco são saldadas com transferência real de recursos. Caso um banco não cumpra com suas obrigações, poderá fazer com que a instituição credora também fique inadimplente perante outros bancos, e assim sucessivamente, criando um efeito em cadeia, que poderá até mesmo causar uma crise sistêmica⁹.

A insolvência de um banco pode iniciar uma crise de confiança nos clientes de outras instituições financeiras, o que acarretará uma corrida bancária para a retirada de todos os valores depositados por temor de que os bancos não serão capazes de cumprir seus compromissos de devolver em dinheiro e à vista os valores neles depositados. Neste caso até mesmo um banco solvente pode se tornar insolvente, pois serão consumidas todas as suas reservas de liquidez, fazendo com que este se desfaça de seus ativos no mercado secundário por um baixo valor, já que não existe mercado secundário eficiente para a maior parte dos créditos bancários. Os efeitos da insolvência de uma instituição financeira

⁷ Ibidem, pp. 318-319.

⁸ Ibidem, p. 321.

⁹ Ibidem, p. 322.

podem se propagar para além do sistema bancário, causando dificuldades generalizadas em outras empresas ou em outros segmentos por meio de contágio de efeito dominó.

O risco sistêmico no setor bancário, portanto, pode ser definido como o risco de que a insolvência de um banco ou de assimetrias informacionais acerca de seu estado financeiro contage e resulte na insolvência de uma ou mais instituições que anteriormente se encontravam solventes, colocando em risco a estabilidade do sistema financeiro e podendo se propagar para as empresas não financeiras.

Observe-se que enquanto o risco de crédito pode ser mitigado por meio da diversificação e de outros métodos que serão abordados na sequência, o risco sistêmico não poderá ser mitigado somente pelos participantes do mercado, dependendo de uma regulação estatal que imponha restrições e condições mínimas para o exercício da atividade bancária, haja vista o interesse público na higidez desse sistema.

A regulação dos derivativos de crédito tem a função precípua de promover incremento de eficiência em tal mercado e permitir maior estabilidade e segurança por meio do controle do risco sistêmico que estes instrumentos financeiros podem ensejar. O controle do risco sistêmico em realidade é uma preocupação com a própria eficiência do sistema capitalista, na medida em que se objetiva evitar que a insolvência de uma instituição financeira gere externalidades negativas (e custos) a terceiros que não concorreram para tal situação.

CAPÍTULO 2 – DERIVATIVOS DE CRÉDITO

2.1 – Derivativos: conceito e funções

Conceito e funções

NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLAVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES conceituam derivativos como contratos negociados, cujo valor resulta total ou parcialmente do valor de outro ativo, financeiro ou não, de modo que o valor de um contrato deriva de outro contrato, ativo ou índice, refletindo as respectivas variações temporárias¹⁰. RACHEL SZTAJN, por sua vez, define derivativo como sendo o “*contrato que tem como substrato um outro contrato, ativo ou posição financeira sujeito ao risco de flutuação de preço, que precisa ser enfrentado para que se possa crescer algum benefício aos contratantes*”¹¹. Observa a autora citada que os derivativos refletem a busca de proteção contra a volatilidade que pode afetar o valor das posições e dos bens, de modo que qualquer posição jurídica que possa ser avaliada economicamente e que esteja sujeita a risco pode encontrar algum mecanismo de defesa¹².

Segundo JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES o risco fornece o próprio objeto contratual dos derivativos, pois as partes contratantes visam exatamente negociar sobre tal incerteza, fazendo desta a verdadeira causa e objeto negociais¹³. Além da função de proteção contra a volatilidade (*hedge*) os derivativos são utilizados para a especulação e arbitragem, que serão pormenorizadamente detalhadas quando da análise das funções dos derivativos de crédito.

Origem

Os derivativos têm origem remota, estando relacionados à proteção contra a variação de preços na atividade agrícola. Nas feiras medievais, embora a maioria dos

¹⁰ EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna, B., PARENTE, Flavia, HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 121.

¹¹ SZTAJN, Rachel, *Futuros e swaps: uma visão jurídica*, São Paulo: Cultural Paulista, 1999, p. 215.

¹² SZTAJN, RACHEL, *Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários*, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, ano XLIII, n.º 135, julho-setembro de 2004, p. 143.

¹³ ANTUNES, José A. Engrácia, *Os Derivados*, 2012, p. 101, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C30Artigo4.pdf> (acesso em 30/12/2014).

negócios fosse realizada com pagamento à vista, foram criadas as *lettre de faire*, que eram contratos a termo que previam a entrega em data futura dos bens adquiridos na feira. Inicialmente as *lettre de faire* eram emitidas na venda de mercadorias com pagamento em dinheiro e vinculavam apenas os contratantes, mas posteriormente se transformaram em títulos representativos de mercadorias, os quais poderiam ser negociados e transferidos antes da apresentação ao armazém para a retirada das mercadorias ali depositadas. Com isso era possível evitar as dificuldades, os riscos e as despesas com o transporte das mercadorias, de modo que nas feiras passaram a ser comercializadas tais *lettre de faire* e o comerciante apenas levava amostra da mercadoria representada por tais documentos. O conhecimento de depósito também era utilizado para facilitar a transferência de mercadorias juntamente com o contrato para entrega futura¹⁴.

Em 1570 surge na Inglaterra a *Royal Exchange* com o objetivo de ser local para reunir produtores e compradores e que mais tarde ficou conhecida como *London Commodity Exchange*. Em virtude do funcionamento de locais especializados para negociação entre produtores e compradores surgem os intermediários. Com o passar do tempo os produtores passam a vender seus bens a tais intermediários, os quais buscavam um comprador. Após a criação de sistemas de classificação da qualidade dos produtos, passam a ser delineados os contratos futuros tal como atualmente negociados¹⁵.

Costuma-se dizer que as origens dos contratos futuros remontam ao Japão do século XVII em que os senhores feudais – cuja principal remuneração advinha da participação na colheita da produção realizada em suas terras – embarcavam o excedente da produção de arroz para as cidades de Osaka e Edo onde seriam armazenados e vendidos. Posteriormente os senhores feudais passaram a vender antecipadamente o arroz contra os bilhetes e recibos dos armazéns depositários, os quais circulavam como moeda. Tais bilhetes passaram a circular antes mesmo que o arroz tivesse sido produzido, permitindo a obtenção de recursos pela nobreza, pois se adiantavam fundos por conta do arroz futuro¹⁶.

O mercado de arroz de Dojima caracterizava-se pela venda exclusiva de arroz futuro no final do século XVII. Desde 1730 havia um sistema de liquidação das operações escriturais de arroz, que eram reconhecidas e estimuladas pelo *Shogunato Tokugawa* e que tinha características semelhantes aos atuais sistemas de liquidação dos mercados futuros. ÉRICA CRISTINA ROCHA GORGA elenca as seguintes características: (i) padronização

¹⁴ SZTAJN, Rachel, *Futuros (...)*, pp. 156-157.

¹⁵ Ibidem, pp. 157-158.

¹⁶ Ibidem, p. 159.

dos contratos; (ii) classificação dos tipos de arroz por qualidade; (iii) impossibilidade de entrega física da mercadoria para a liquidação do contrato, que apenas foi possibilitada com a dinastia Meiji que se iniciou em 1869; (iv) compensação dos contratos, sendo que a diferença de valor deveria ser liquidada à vista; (v) existência de *clearing house* para realizar a compensação, a qual se responsabilizava por eventuais inadimplementos, sendo que os negociantes teriam que abrir uma linha de crédito junto a ela e (vi) existência de um comitê de arbitragem para solucionar controvérsias¹⁷.

Paralelamente, nos Estados Unidos as bolsas de mercadorias passam de clubes privados a organismos com regras próprias, tornando pública sua função. É nesse contexto que surge a primeira bolsa de mercadorias, a *Chicago Board of Trade* em 1848¹⁸.

Observa PETER L. BERNSTEIN que não há nada de particularmente moderno nos derivativos, pois são tão antigos que nem mesmo é possível identificar quem os inventou. Surgiram da necessidade de reduzir a incerteza e não há nada de novo nisso¹⁹.

JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES classifica os derivativos sob perspectiva econômica e não jurídica em três distintas gerações com base na combinação entre complexidade e momento de criação. A primeira geração de derivativos é composta pelos arquétipos dos derivativos, que seriam os futuros, as opções simples e os *swaps*, que são referenciados a ativos subjacentes tradicionais (ações, moedas, mercadorias, etc.) e são primordialmente objeto de liquidação física. Os derivativos de segunda geração são modalidades dos derivativos arquétipos, cujos ativos subjacentes são de natureza financeira (índices, variáveis climáticas, tarifas de transporte, risco de crédito, etc.) e cuja liquidação é quase que exclusivamente financeira. Em tal geração estariam englobados os derivativos de crédito. A terceira geração de derivativos designa uma classe de novos produtos de estrutura híbrida e complexa, resultantes da combinação de derivativos de primeira e/ou segunda geração, tais como as opções sobre futuros, os *swaptions*, derivativos exóticos, derivativos de derivativos, entre outros²⁰. Observamos, contudo, que tanto os derivativos de segunda quanto de terceira geração não são passíveis de sistematização, pois são ilimitadas as possibilidades de adaptação e combinação para se amoldarem às necessidades e interesses dos contratantes.

¹⁷ GORGA, Érica Cristina Rocha, *A importância dos Contratos a Futuro para a Economia de Mercado*, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.º 112, ano XXXVI, outubro a dezembro de 1998, p. 164.

¹⁸ SZTAJN, Rachel, *Futuros (...)*, pp. 159-160.

¹⁹ BERNSTEIN, Peter L., *Desafio aos Deuses: a Fascinante História do Risco*, 23ª ed. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 1997, p. 319.

²⁰ ANTUNES, José A. Engrácia, *Op cit.*, pp. 103-104.

2.2 – Derivativos: contratos a termo, futuros, opções e swaps

Futuros, opções e *swaps* são considerados os arquétipos essenciais dos derivativos, fornecendo a base fundamental a partir da qual surgem as demais espécies por meio de sua combinação ou alteração²¹. Não abordaremos nesta seção as opções e os *swaps*, mas sim ao analisarmos a natureza jurídica do CDS e do TRS.

Contratos a termo (*forwards*) e futuros (*futures*) têm por objetivo a redução dos efeitos da volatilidade do preço do ativo subjacente, sendo originários do agronegócio, especificamente do mercado de *commodities* em que produtores e criadores buscavam a certeza de que na época das safras os preços de venda dos bens seriam suficientes para cobrir os custos com a produção, deixando ainda uma margem de lucro. Enquanto os produtores agrícolas buscavam proteção contra a queda dos preços na época da safra, a agroindústria visava a proteção contra a alta dos preços na entressafra. Em suma, trata-se de setor sujeito a eventos de difícil mensuração e previsão, como por exemplo variação climática, pragas, etc., que geram dúvidas quanto à quantidade ofertada e, consequentemente, sobre o preço a ser praticado no mercado²².

O mais tradicional dos derivativos é o contrato a termo que, conforme verificamos, consiste numa compra e venda de determinado bem ou ativo com execução diferida²³. As partes pactuam as condições da negociação na data de celebração e o preço será inalterável até a data da execução do contrato. O vendedor se protege contra variações negativas e não obtém os ganhos das variações positivas.

Os contratos a termo bloqueiam os ganhos de qualquer das partes caso haja uma mudança no “estado da natureza” considerado na data de celebração do contrato. Sendo assim, imaginando um contrato a termo de *commodities*, caso haja safra maior do que a prevista, os preços caem, mas o industrial em decorrência do contrato, pagará mais caro pelo produto do que pagaria no mercado à vista, dado que “travou” o preço. Enquanto nessa situação os produtores se beneficiam, em situação oposta, perdem²⁴.

²¹ Ibidem, p. 103.

²² SZTAJN, Rachel, *O Paradoxo do Sistema Financeiro: Estabilidade e Risco*, Tese para concurso de professor titular do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP, 2009, p. 83.

²³ YAZBEK, Otavio, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, 2ª Ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 103.

²⁴ SZTAJN, Rachel, *Op. cit.*, , pp. 83-84.

Com o tempo o contrato a termo evolui e sua liquidação passa a ser financeira e não física, sendo realizada pela diferença entre o preço de mercado e o preço avençado no contrato, o que permite maior agilidade nas operações, pois as partes obtêm a proteção sem a necessidade de entregar os bens negociados, ao mesmo tempo em que permite a negociação de tais contratos por partes que não estão sujeitas ao risco de variação do preço do ativo subjacente²⁵.

Ademais, é comum não haver fluxo financeiro inicial, dado que o preço do contrato passa a ser utilizado apenas como referência para cálculo do valor final, sendo que o derivativo não passa de uma posição registrada em nome dos contratantes e que ensejará ganhos ou perdas conforme a variação do preço do ativo subjacente. Os contratos a termo admitem como ativo subjacente, além das commodities, ativos financeiros em geral (ações e outros títulos), taxas de juros e índices²⁶.

A desvantagem dos contratos a termo, que são negociados no mercado de balcão, reside no fato de que para que a parte possa se livrar de sua posição (caso, por exemplo, o mercado se movimente de modo que a parte acumule perdas vultosas), deverá encontrar outro contratante que aceite assumi-la. Em tal situação a contraparte deverá aceitar tal substituição, o que é bastante difícil considerando que a operação é customizada. Além disso, deverá ser pago um “prêmio” à parte que assumirá tal posição. Outra alternativa seria a liquidação antecipada do contrato, mas nesta situação deverá a parte arcar com as eventuais perdas acumuladas até então.

Em virtude de tal rigidez os contratos a termo foram se modernizando, culminando nos contratos futuros, que são negociados em bolsa e que desenvolveram várias peculiaridades que os diferenciam dos contratos a termo. Os contratos futuros surgiram em Chicago na década de 1860 para permitir direta ou indiretamente (i) que facilmente as partes consigam compensar suas posições por meio da aquisição de posição oposta; (ii) melhor administração de riscos; (iii) maior liquidez para o mercado com a atração de especuladores; (iv) transparência na formação de preços; (v) concentração de compradores e vendedores em um mesmo local, com a liquidação de tais operações pela própria bolsa ou por uma câmara de compensação independente; (vi) redução nos custos para a realização de tais operações; (vii) redução dos custos de financiamento da atividade produtiva em decorrência da redução dos riscos a que o financiado está exposto por meio de operação de *hedge* e (viii) criação de mecanismos de armazenamento e disseminação de

²⁵ YAZBEK, Otavio, *Op. cit.*, p. 104.

²⁶ *Ibidem*, p. 104.

informações relevantes sobre o mercado²⁷. Verificaremos adiante que a evolução do CDS após a crise de 2008 guarda muitas semelhanças com a evolução dos contratos a termo até os contratos futuros.

Os contratos futuros são padronizados e fungíveis, o que possibilita sua negociação em bolsa, diferentemente dos contratos a termo que são *tailor made*. São fixadas determinadas cláusulas pelas bolsas, tais como vencimento, quantidade e qualidade dos ativos subjacentes negociados, locais e procedimentos para a entrega dos bens negociados, entre outros. A bolsa também determina regras gerais e específicas para este tipo de operação visando melhor administrar os riscos e permitir a livre formação de preços. Dentre estas regras podemos citar os limites de concentração de posições para clientes ou grupo de clientes, os limites para oscilação de preços durante o dia para evitar a distorção no valor dos ajustes pagos e as definições de preço de ajuste²⁸.

São denominados “contratos” as unidades negociáveis padronizadas no mercado futuro, de modo que se fala na “compra” e “venda” de contratos e não do ativo subjacente, motivo pelo qual se fala que um contratante está “comprado” ou “vendido” em determinada mercadoria.

Uma peculiaridade dos contratos futuros é que o diferencia dos contratos a termo reside no fato de haver diariamente o pagamento dos denominados “ajustes diários”, como resultado da marcação a mercado de tal operação. Para o cálculo dos ajustes diários o preço contratado originalmente é contraposto ao preço de mercado para aquele vencimento ao final do dia, de modo que a diferença positiva é depositada no dia seguinte, no qual deverá se contrapor o preço de ajuste do dia anterior com o novo preço de mercado para o vencimento contratado, sendo que no dia subsequente será liquidada a eventual diferença e assim sucessivamente até o vencimento do contrato. Os ajustes diários facilitam a liquidação e a transferência do contrato futuro. Para encerrar sua posição o participante deverá assumir posição oposta, o que significa dizer que se estiver “comprado” em determinado número de contratos, deverá vender o mesmo número de contratos com mesmo valor e vencimento e se estiver “vendido”, deverá comprá-los, uma vez que as posições têm natureza registral²⁹.

²⁷ Ibidem, pp. 105-106.

²⁸ Ibidem, pp. 106-109.

²⁹ Ibidem, pp. 106-108.

Os ajustes diários têm a natureza de pagamento do preço³⁰ e permitem que as bolsas e as câmaras de compensação monitorem e reduzam o risco de crédito a que estão expostas, de modo que o valor a ser pago pelo participante ao final do contrato tende a ser menor do que se a parte aguardasse o vencimento do contrato sem que tivesse realizado qualquer pagamento, pois os ajustes são pagos sempre considerando a cotação do dia anterior, de modo que no vencimento o montante necessário para fazer frente à obrigação será no máximo equivalente ao ajuste de um dia³¹. Com isso permitem a liquidação do contrato antes de seu vencimento, pois os ajustes neutralizam o distanciamento do preço à vista do preço futuro³². Além disso, é comum que as partes depositem garantias para assegurar o pagamento dos ajustes diários e o custo do encerramento da posição pela bolsa em caso de inadimplemento de suas obrigações³³.

2.3 – Derivativos de crédito: conceito e funções

Surgimento dos derivativos de crédito

OTAVIO YAZBEK observa que embora os derivativos sejam utilizados há muito tempo para a proteção contra a oscilação dos preços de *commodities* agropecuárias, as operações com derivativos adquiriram suas feições atuais a partir da década de 1970 em

³⁰ GORGA, Érica Cristina Rocha, *Op. cit.*, p. 196.

³¹ Entende MARCOS PAULO DE ALMEIDA SALLES que os ajustes diários do valor implicam em novação por haver a extinção da obrigação anterior, com assunção de obrigação posterior, dia a dia, até o termo final do contrato. Considera que o ajuste diário é um ratificador do *animus novandi* (que está inserido no próprio modelo do contrato) quando as partes continuam pagando ou retirando as diferenças decorrentes dos ajustes diários, podendo a resolução do contrato antes de seu termo final ser considerada uma renúncia tácita à novação. Considera também que os ajustes diários não tiram a aleatoriedade do contrato futuro, uma vez que são sempre desconhecidas as obrigações diárias, as quais têm por finalidade subdividir o risco advindo da álea para cada um dos dias de vigência do contrato. No que se refere às garantias, assevera que “a novação decorrente dos ajustes diários do valor, não faz extinguir as garantias prestadas pelas partes, uma vez que não são prestadas à execução do contrato, mas à caixa de liquidação em relação à estipulação de cobertura financeira frente ao *del credere*. Com relação às garantias prestadas por terceiros estas, como não são prestadas em relação àquela determinada obrigação, mas indistintamente a todas as obrigações assumidas pelas pessoas das partes, relativamente ao seu limite de crédito frente às caixas de liquidação, não fazem parte da obrigação novanda.” (SALLES, Marcos Paulo de Almeida, *O Contrato Futuro*, São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000, pp. 95-97; 114.) Discordamos do autor, pois entendemos que os ajustes diários não operam a novação e não acarretam na extinção da obrigação, que permanece sem alterações. Os ajustes diários têm a natureza jurídica de pagamento do preço tal como observa ÉRICA GORGA. Acrescentamos que tal valor apenas poderá ser utilizado na data de liquidação antecipada ou vencimento do contrato. Cf. GORGA, Érica Cristina Rocha, *Op. cit.*, p. 196.

³² SALLES, Marcos Paulo de Almeida, *Op. cit.*, pp. 95-96.

³³ YAZBEK, Otavio, *Op. cit.*, pp. 106-108.

virtude das novas necessidades dos agentes. Foi nessa época que surgiram outras modalidades de derivativos financeiros com ativos subjacentes imateriais e com liquidação por diferença, o que permite que deste mercado participem agentes que não estão expostos aos riscos do mercado do ativo subjacente. Além disso, seria impossível ou impraticável a entrega física de ativos subjacentes imateriais, tais como taxa de juros, índice de ações, entre outros³⁴.

Os derivativos de crédito surgem a partir da década de 90 em virtude dos maiores controles sobre as atividades creditícias das instituições financeiras, em especial com as regras decorrentes do Acordo de Basiléia de 1988, que incentivou o crescimento de operações com derivativos de crédito, pois se o risco de crédito era transferido, menor era o montante de capital que deveria ser alocado para tais operações. Deste modo era vantajosa a contratação de derivativo de crédito, em especial do CDS, quando o custo para transferir o risco era menor que o montante que poderia ser ganho com a não alocação de tal capital e utilização em operações bancárias. Os derivativos de crédito permitiram que instituições financeiras administrassem o encarecimento de operações com empresas com maior risco de crédito por meio de sua transferência³⁵.

Também podemos apontar como fato impulsionador do desenvolvimento dos derivativos de crédito a incerteza quanto às mudanças na qualidade de crédito de determinado tomador de empréstimo. O objetivo é transferir um risco de crédito que a parte não mais quer suportar ou mesmo um risco de crédito que a parte espera que irá se deteriorar. Com a transferência de risco de crédito é criado um ciclo vicioso no qual possibilidade de proteção contra o risco de crédito enseja a realização de empréstimos mais arriscados cujo risco de crédito será transferido a terceiros. Mais empréstimos acarretam em mais transferências e estas proporcionam a realização de mais empréstimos.

As operações com derivativos de crédito evoluíram, especialmente nos Estados Unidos e Europa, de tal modo que muitas delas são realizadas com o único escopo de obter ganhos financeiros, o que ocorre principalmente nas situações em que a contraparte transferidora do risco não é titular do ativo para cujo risco de crédito quer obter proteção, o que intensifica o ciclo vicioso acima referido. Em virtude da complexidade e interligação dos mercados, de instrumentos de proteção passam a ser considerados fonte de intensificação dos riscos já existentes ou mesmo de criação de novos riscos, passando os

³⁴ Ibidem, pp. 99-101.

³⁵ Ibidem, p. 118.

participantes deste mercado a canalizar riscos originados do sistema econômico para o sistema financeiro e vice versa em decorrência do risco sistêmico³⁶.

Funcionamento

O presente trabalho terá por objeto a análise do *Credit Default Swap* (CDS) e do *Total Return Swap* (TRS), que são denominados como *swap* de crédito e *swap* de retorno total, respectivamente, na regulamentação nacional. Optamos por utilizar os termos CDS e TRS por serem amplamente utilizados no mercado financeiro nacional e internacional.

São basicamente duas as partes envolvidas em operação de derivativos de crédito: a contraparte transferidora do risco de crédito decorrente de um ativo subjacente e a contraparte receptora deste risco. O ativo subjacente pode ser uma ou mais operações creditícias de um ou mais agentes, que são denominadas entidades de referência. No direito brasileiro são admitidos como ativo subjacente créditos decorrentes de operações de empréstimo, financiamento ou de arrendamento mercantil, títulos de crédito, valores mobiliários, fianças, avais, derivativos de crédito e outros instrumentos e contratos financeiros ou comerciais sujeitos a risco de crédito, negociados no mercado doméstico. Apesar de optarmos pela utilização do termo “operação creditícia” para nos referirmos ao ativo subjacente é possível que o derivativo de crédito tenha como ativo subjacente um contrato, que não precisa ser bancário (e.g.: contrato de compra e venda, locação, etc.), mas no qual uma das partes seja devedora de contraprestação pecuniária.

Estaremos tratando de um CDS nome-único (ou *single name* CDS) quando o risco de crédito advier de apenas um ativo subjacente e de um CDS multinome quando estivermos tratando de uma carteira de ativos subjacentes, sendo que nessa carteira não há necessidade de que todos os ativos tenham a mesma natureza jurídica e mesma estrutura econômica, podendo haver mistura de contratos financeiros e comerciais, títulos de crédito, títulos de dívida emitidos no mercado de capitais, etc.

A contraparte transferidora do risco de crédito paga uma remuneração ou prêmio³⁷, periódico ou antecipado à contraparte receptora do risco de crédito como contrapartida pela assunção do risco de crédito do ativo subjacente. Em geral os pagamentos feitos pelo

³⁶ SZTAJN, Rachel, *O Paradoxo (...)*, p. 86.

³⁷ Ainda que a contraprestação pela transferência do risco por meio de CDS seja denominada “prêmio”, cabe salientar que isso não significa que o CDS tenha a natureza jurídica de seguro ou de opção, conforme será detalhado doravante.

transferidor do risco são realizados semestral ou anualmente. Sendo assim, caso haja a ocorrência do evento de crédito, o pagamento proporcional do valor da proteção até tal data deverá ser realizado, sob pena do receptor do risco se negar a pagar o valor acordado, podendo alegar a exceção de contrato não cumprido (*exceptio non adimpleti contractus*). Conforme aponta SERGIO MYCHKIS GOLDSTEIN³⁸ o preço do contrato deriva da maior ou menor probabilidade de risco de insolvência do devedor do ativo cujo risco de crédito foi negociado. Esta probabilidade é obtida por meio do valor de mercado do crédito, uma vez que a probabilidade de insolvência é um atributo do ativo.

O prêmio não deve ser confundido com arras, pois não se presta à confirmação do negócio ou princípio de pagamento, conforme previsão do artigo 417 do Código Civil. Nos termos do artigo 418 do Código Civil em caso de inexecução do contrato por parte de quem recebeu as arras, poderá quem deu as arras considerar o contrato desfeito e pedir a sua restituição. O prêmio, por sua vez, é devido independente do desenrolar do contrato³⁹ e da ocorrência de evento de crédito. Não se aproxima da cláusula penal, que corresponde a penalidade pela mora ou inadimplemento, conforme prescrito no artigo 408 do Código Civil. O prêmio também não é uma penalidade e é devido mesmo antes da ocorrência de evento de crédito, que é quando se concretiza a obrigação de pagamento do receptor do risco de crédito em operação de CDS.

Dentre outros aspectos, as partes deverão negociar os eventos de crédito, que são situações nas quais há deterioração da qualidade de crédito do ativo subjacente ou da entidade de referência e que ensejarão o pagamento do valor acordado no CDS. Alguns eventos de crédito bastante comuns são: falência, recuperação judicial ou extrajudicial, renegociação de dívidas, rebaixamento (*downgrade*) no *rating* calculado por agências classificadoras de risco, não pagamento ou pagamento parcial da dívida decorrente do ativo subjacente, etc. Na ocorrência do evento de crédito o transferidor do risco deverá pagar o valor proporcional do prêmio, calculado a partir do dia seguinte à data de pagamento do último prêmio até a data de ocorrência do evento de crédito.

A entidade de referência não é parte na operação com derivativo de crédito. Trata-se de relação que envolve apenas o transferidor e o receptor do risco e independe da vontade, concordância ou mesmo do conhecimento da entidade de referência.

³⁸ GOLDSTEIN, Sergio Mychkis, *Aspectos jurídicos dos derivativos de crédito no Brasil*, Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 7, n.º 25, jul./set. 2004, São Paulo, p. 65.

³⁹ SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de, *Regime jurídico das opções negociadas em bolsa de valores*, Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2002, p. 54.

JOHN KIFF e RON MORROW definem os derivativos de crédito como “*contracts that transfer an asset’s risk and return from one counterparty to another without transferring ownership of the underlying asset*”⁴⁰. No que se refere a tal definição, observamos: (i) definir derivativos de crédito como contrato parece-nos adequado pelos motivos que serão explicitados adiante; (ii) nem sempre os derivativos de crédito envolvem a transferência de retornos de um ativo em contrapartida à transferência dos riscos. Para o TRS essa assertiva está correta, mas não é verdadeira para o CDS, pois se o evento de crédito não ocorrer não haverá a transferência de valores da contraparte receptora do risco para a contraparte transferidora do risco e (iii) ativo subjacente não é o risco e nem o retorno, mas sim o crédito, que permanece na titularidade da contraparte transferidora do risco. Trata-se de bem negociado no mercado, cujo preço varia com o tempo⁴¹.

A *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) define derivativos de crédito como “*a privately negotiated agreement that explicitly shifts credit risk from one party to the other*”⁴². Tal definição engloba a função primordial dos derivativos de crédito que é a transferência de riscos, mas cabe ressaltar que a diferença com relação a outros mecanismos de transferência de riscos reside no fato dos derivativos de crédito realizarem o isolamento do risco de crédito com relação a outros riscos presentes no ativo subjacente.

Ao segregar o risco de crédito do ativo subjacente o CDS permite que, de forma bastante simples, alguém se exponha exclusivamente ao risco de crédito. Deste modo cada parte fica exposta aos riscos que está disposta ou tem capacidade para suportar, facilitando o apreamento e a distribuição de riscos entre os agentes econômicos, bem como permitem a criação de mercado para negociar riscos de crédito sem que seja necessária a transferência do ativo subjacente⁴³.

EDMUND PARKER afirma que o risco de crédito não pode ser totalmente isolado dos outros riscos do ativo, mas os derivativos de crédito permitem que os demais riscos sejam minimizados⁴⁴. De fato os demais riscos podem impactar a adimplência do ativo

⁴⁰ Tradução livre: “Contratos que transferem o risco e retorno de um ativo de uma contraparte à outra sem transferir a titularidade do ativo subjacente.” KIFF, John; MORROW, Ron, *Credit Derivatives*, Bank of Canada Review, 2000, p. 3.

⁴¹ SZTAJN, Rachel, *O Paradoxo (...)*, p.82.

⁴² Tradução livre: “Um contrato privadamente negociado que expressamente transfere risco de crédito de uma parte a outra.” ISDA, *Product Descriptions and Frequently Asked Questions*, disponível em <http://www.isda.org/educat/faqs.html#25> (acesso em 30/12/2014).

⁴³ BONFIM, Antulio N., *Derivativos de crédito e outros instrumentos*, Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 4.

⁴⁴ PARKER, Edmund, *Credit Derivatives – Documenting and Understanding Credit Derivatives Products*, Global Law and Business, Londres, 2007, p. 9.

subjacente, refletindo no derivativo de crédito, na medida em que podem causar a ocorrência de evento de crédito.

Os derivativos de crédito possibilitam a transferência do risco de crédito não apenas de um ativo subjacente, mas também de uma carteira de ativos ou de derivativos de crédito. A simplicidade destes instrumentos permite grande flexibilidade na criação de novas estruturas ou mesmo de derivativos mais complexos, os quais podem também envolver securitização, com o empacotamento de risco de crédito recepcionado por meio de CDS e a distribuição em *tranches* para atender aos diversos apetites a risco de investidores, conforme detalharemos adiante⁴⁵.

Considerando que é muito comum a existência de cláusula de inadimplemento cruzado⁴⁶ em emissões de títulos de dívida e que uma mesma entidade de referência pode emitir títulos de dívida com características e níveis de riscos diferentes, na prática verificamos que para mensurar o risco assumido pelo receptor é muito mais importante analisar a entidade de referência do que as características do título de dívida em si, pois tal cláusula tem o efeito de interligar várias classes de dívida de uma mesma entidade de referência⁴⁷. Na prática, ainda que um ativo subjacente, por suas características, seja menos arriscado que outro emitido pela mesma entidade de referência, havendo a cláusula de inadimplemento cruzado, se a entidade de referência estiver com problemas financeiros e não conseguir adimplir com o pagamento de qualquer um dos ativos subjacentes, o outro vencerá antecipadamente e o consequente inadimplemento poderá ensejar a ocorrência de evento de crédito se assim estiver previsto no CDS.

⁴⁵ Idem.

⁴⁶ A cláusula de inadimplemento cruzado é amplamente conhecida como cláusula de *cross default*. Trata-se de cláusula que costuma ser padrão em emissões de títulos de dívida e prevê que a dívida decorrente do título vencerá antecipadamente e, portanto, será desde então exigível caso o devedor esteja inadimplente com qualquer outra obrigação. A cláusula pode ser limitada ao inadimplemento de obrigação pecuniária para evitar que obrigações não pecuniárias e que não estão necessariamente relacionadas com a capacidade de pagamento da entidade de referência acione tal cláusula. Pode-se estabelecer que apenas o inadimplemento de dívida bancária acionará o inadimplemento cruzado. Além disso, de modo a evitar o inadimplemento cruzado em decorrência do não pagamento de dívidas em montantes irrisórios ou que não evidenciem problemas financeiros na entidade de referência, é comum a negociação de um *threshold*, ou seja, um valor mínimo acima do qual o inadimplemento acarretará no *cross default*. Para evitar o vencimento antecipado e o consequente inadimplemento cruzado na ocorrência de não pagamento em virtude de erro operacional e não por falta de recursos, é frequente a negociação de um prazo de cura para que o credor espere o pagamento sem que o devedor seja considerado inadimplente. Uma variação da cláusula de inadimplemento cruzado é a cláusula de aceleração cruzada, também conhecida como cláusula de *cross acceleration*. Também costuma ser padrão em títulos de dívida e prevê que o vencimento antecipado (e não mero inadimplemento) de outra dívida da entidade de referência acarretará no vencimento antecipado da dívida em questão.

⁴⁷ CHANDER, Anupam; COSTA, Randall, *Clearing Credit Default Swaps: A Case Study in Global Legal Convergence*, UC Davis Legal Studies Research Paper Series, Research Paper n.º 211, Março de 2010, p. 8, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1576765> (acesso em 30/12/2014).

Em geral, na negociação de CDS as partes deverão acordar nos seguintes aspectos: (i) qual será a entidade de referência; (ii) qual será o ativo subjacente emitido pela entidade de referência cujo risco de crédito será transferido por meio do CDS; (iii) quais serão os eventos de crédito aplicáveis; (iv) período de vigência do derivativo de crédito e (v) método de liquidação e seus procedimentos.

Funções

Duas são as principais funções do CDS: (a) proteção contra risco de crédito por meio da sua transferência e (b) exposição a determinado risco de crédito com a recepção de tal risco. O CDS permite a alocação de risco de crédito sem a necessidade de transferência dos ativos subjacentes que geram tal risco. Também não é necessário o conhecimento ou consentimento por parte da entidade de referência, o que possibilita a gestão de riscos de crédito sem alterar o relacionamento existente entre o transferidor do risco e a entidade de referência. O receptor do risco passa a se expor ao risco de crédito do ativo sem ter que adquiri-lo ou se preocupar com as eventuais vedações à sua aquisição. Ao invés de desembolsar o valor do ativo o receptor do risco, em regra, nada desembolsará para se expor a tal risco.

O CDS passou a ser uma alternativa mais barata aos investidores que queriam se expor ao risco de crédito do ativo subjacente, passando a impactar diretamente no mercado de tais ativos. Note-se, contudo, que diferentemente da aquisição de um título de dívida em que se corre apenas o risco da entidade de referência, no CDS o transferidor do risco e o receptor do risco passam a correr o risco de contraparte um do outro, pois o receptor do risco espera receber o prêmio nas datas acordadas e o transferidor do risco espera receber o valor da proteção na ocorrência de um evento de crédito⁴⁸.

O receptor do risco pode até mesmo se expor a uma carteira de ativos sem incorrer nos custos e formalidades para sua aquisição. No entanto, cabe destacar que com a ocorrência do evento de crédito, caso haja a liquidação física do CDS o receptor do risco que tinha apenas a exposição ao risco de crédito passará a ser titular do ativo subjacente que lhe será entregue pelo transferidor do risco mediante pagamento do valor da proteção acordado no CDS. [Vide Gráficos 1 a 3]

⁴⁸ Ibidem, pp. 8-9.

Com este instrumento financeiro há a transferência do risco de crédito da parte transferidora do risco e incremento deste mesmo risco para a parte receptora. Espera-se que haja mitigação de risco para a parte transferidora, pois a operação faz sentido econômico se a qualidade de crédito do receptor do risco é melhor do que a da entidade de referência. Não parece racional a situação oposta em que o transferidor do risco paga um prêmio para ficar em situação mais arriscada do que a que se encontrava.

A transferência de riscos por meio de derivativos de crédito permitiu que bancos realizassem um maior número de empréstimos, pois o risco de crédito das operações realizadas era transferido para outras contrapartes, de modo que o risco de crédito que o banco passou a assumir era o risco da contraparte receptora do risco. Isso aumentou a liquidez do mercado ao permitir maior acesso ao capital, mas, por outro lado, verificou-se que os empréstimos foram realizados com contrapartes com as quais os bancos normalmente não realizariam tais operações se não estivessem protegidos pelo CDS, dado o elevado risco de crédito. Isso acarretou em negligência na análise dos riscos de crédito por parte dos bancos credores dos empréstimos.

Uma das medidas de aferição do risco de crédito do ativo subjacente é seu mercado secundário e seu *rating* de crédito, que é calculado pelas próprias instituições financeiras seguindo modelos próprios de risco de crédito, mas também por agências de *rating*, tais como Fitch, Stand & Poor's e Moody's, que divulgam publicamente as variações no *rating* de determinadas empresas e entes soberanos. Quanto maior o risco de inadimplimento, menor será o *rating* e maior será o prêmio a ser pago pela proteção, haja vista que esse é diretamente proporcional ao risco de crédito envolvido e, portanto, inversamente proporcional à confiança na solvência de determinada contraparte.

ANTULIO BONFIM indica os seguintes potenciais benefícios com a utilização de derivativos de crédito⁴⁹:

(i) aumento da liquidez no mercado de crédito, uma vez que se permite a transferência de riscos de crédito de ativos subjacentes que não eram facilmente negociáveis por sua baixa liquidez ou alto risco. Ainda que o mercado secundário de créditos detidos contra a entidade de referência não exista ou não tenha liquidez, por meio dos derivativos de crédito pode-se obter posição comprada ou vendida em determinado ativo, como se existisse efetivamente mercado secundário. Por outro lado, cabe indagar por que haveria interessados em assumir o risco de crédito de determinado ativo se não havia

⁴⁹ BONFIM, Antulio N., *Op. cit.*, pp. 5-6.

interessados em adquiri-lo. Uma possível resposta seria a possibilidade de inserir tal ativo em uma carteira e transferir o risco de toda a carteira;

(ii) economia em custos de transação, pois uma operação com derivativos de crédito pode substituir duas ou mais operações no mercado à vista. Obviamente que essa economia dependerá dos custos (para obter informações, para encontrar contraparte, custos relacionados à falta de liquidez do ativo, etc.) para se realizar a operação em cada um dos mercados;

(iii) permite lidar com barreiras regulatórias. Os bancos utilizam os derivativos de crédito para reduzir o montante exigido de capital regulatório na medida em que com o CDS a exposição à entidade de referência é substituída pela exposição ao receptor do risco; e

(iv) possibilitam às instituições financeiras gerenciarem o risco de crédito ao qual pretendem ficar expostas.

Ainda que o risco de crédito possa ser transferido por meio de CDS e a despeito de sua importância na sinalização da capacidade de adimplência de uma entidade de referência, as empresas não tem controle sobre os derivativos contratados relacionados ao seu risco de solvência. Um dos pontos mais discutidos em virtude da crise de 2008 foi a opacidade do mercado de derivativos de crédito, pois não havia informações públicas e consolidadas sobre quais agentes seriam transferidores e receptores do risco de crédito, nem seu respectivo valor nocional⁵⁰, o que acarreta incremento do risco sistêmico na medida em que o desconhecimento sobre o exato montante negociado amplia a desconfiança.

ERIC DICKINSON aponta que o CDS pode aumentar o risco sistêmico: (i) incentivando o crescimento de bolhas de ativos; (ii) causando o colapso ou insolvência de instituição que seja sistemicamente relevante e (iii) criando incentivos perversos para subverter políticas creditícias de ampla utilização no mercado financeiro. Na sequência entenderemos melhor estes argumentos e analisaremos se são adequados ou equivocados.

⁵⁰ O valor nocional (*notional*) em operações de derivativos de crédito corresponde ao valor do risco que foi transferido ou recepcionado. Também pode ser denominado valor da proteção, dado que na ocorrência de evento de crédito será esse o valor a ser pago pelo receptor ao transferidor do risco. Trata-se de valor fixo e que geralmente corresponde ao valor de face do ativo subjacente, uma vez que é comum a contratação do derivativo de crédito contra a integralidade do risco de crédito do ativo subjacente. Cf. ISDA, *Understanding Notional Amount, CDS Marketplace*, disponível em http://www.isdacdsmarketplace.com/market_statistics/understanding_notional_amount (acesso em 30/12/2014).

Para que haja a minimização do risco sistêmico em decorrência da utilização de CDS, recomenda o autor citado que a regulação do CDS deveria envolver: (i) obrigatoriedade de manutenção de elevadas reservas de capital, quando haja a transferência ou recepção de risco de crédito por meio de CDS relacionadas a ativos subjacentes altamente especulativos, de modo a proteger a solvência das instituições que buscam o lucro com operações mais arriscadas, bem como a desencorajar os bancos a concederem empréstimos a clientes com alta probabilidade de insolvência, pois o alto risco de tais empréstimos era transferido a outras contrapartes por meio da utilização de CDS e (ii) divulgação ao órgão regulador das posições de cada participante deste mercado, possibilitando seu monitoramento⁵¹.

As recomendações de ERIC DICKINSON têm por consequência o aumento dos custos de transação envolvidos nas operações de CDS com ativos subjacentes mais arriscados e que poderiam ser sistemicamente prejudiciais. No entanto, não esclarece quem determinaria qual ativo poderia ser considerado especulativo. Além disso, seria difícil classificar com critérios objetivos e antecipadamente o que seria considerado especulativo, haja vista a existência de racionalidade limitada e o fato de que historicamente as bolhas especulativas apenas tendem a ser reconhecidas após estourarem. Não podemos deixar de considerar a volatilidade normal do mercado e o fato do entendimento de seus participantes sobre o perfil de risco de determinado ativo poder ser alterado rapidamente.

O TRS, por sua vez, além de permitir a transferência e recepção do risco de crédito tal como no CDS, tem também a função de replicar o retorno do ativo subjacente, sendo que o receptor do risco no TRS assume todos os riscos da exposição a tal ativo sem tê-lo adquirido em qualquer momento, bem como recebe sua valorização ou paga ao transferidor do risco no TRS sua desvalorização. Enquanto no CDS há apenas a transferência do risco de crédito, no TRS são transferidos todos os riscos inerentes a uma operação creditícia.

⁵¹ DICKINSON, Eric, *Credit Default Swap: So dear to us, so dangerous*, Fordham Law School, novembro de 2008, p. 2, disponível em <http://ssrn.com/abstract=131555> (acesso em 30/12/2014).

2.4 – Comparação com outros instrumentos de transferência de riscos (cessão de crédito, securitização de créditos) e com as garantias contra os efeitos da concretização do risco (seguro de crédito e garantias)

As três principais estratégias utilizadas para a administração de riscos de crédito são: diversificação da carteira, transferência total ou parcial do ativo e utilização de mecanismos de garantia contra os efeitos da concretização do risco de crédito. A diversificação de carteiras consiste na diluição do risco por meio da composição da carteira com ativos de correlações negativas entre si, o que significa que são afetados diversamente pelo risco de mercado, de modo que o perfil de risco será diferente caso a carteira contivesse apenas um tipo de ativo. Apesar de sua ampla utilização, a diversificação é de pouca utilidade em situações nas quais o credor não quer continuar assumindo o risco de crédito de determinada contraparte, sendo que, nestes casos, são mais importantes os mecanismos de transferência e proteção contra risco de crédito.

A transferência de riscos de crédito pode ser realizada por meio de cessão de créditos sem coobrigação do cedente e securitização de créditos, mas em ambos os casos há também a transferência do crédito propriamente. Na cessão de crédito sem coobrigação do cedente, este transfere crédito ao cessionário, o qual lhe paga preço que corresponde ao valor do crédito considerando um deságio, sendo que o cedente recebe à vista o valor do crédito transferido. Abordaremos detalhadamente a cessão de crédito ao tratar da natureza jurídica do CDS e do TRS. Na securitização de créditos⁵² uma carteira de créditos é convertida em um título de dívida, que é posteriormente adquirido por investidores. O estudo da securitização foge ao escopo do presente trabalho, mas adiante analisaremos o *Collateralized Debt Obligation* (CDO), que é emitido no âmbito de uma estrutura de securitização.

A proteção contra os efeitos da concretização do risco de crédito pode ser realizada por meio de um maior número de institutos em comparação com a transferência de riscos de crédito, sendo que os mais relevantes são o seguro de crédito e as garantias reais (penhor, hipoteca, alienação fiduciária e cessão fiduciária em garantia) ou fidejussórias (fiança e aval), que são amplamente utilizadas nas operações bancárias.

Os derivativos de crédito se diferenciam dos demais institutos acima mencionados, pois não implicam na transferência do ativo subjacente e, por outro lado, vão além de uma

⁵² Cf. CAMINHA, Uinie, *Securitização*, 2ª ed., São Paulo: Saraiva, 2007.

garantia contra os efeitos da materialização do risco de crédito, já que operam sua transferência, resultando na proteção contra a piora na qualidade de crédito da entidade de referência, independentemente do fato de haver algum efetivo prejuízo para seu contratante.

O seguro de crédito será detalhado ao tratarmos da natureza jurídica do CDS e do TRS. O estudo das garantias reais e fidejussórias se distancia do escopo deste trabalho, mas quando da análise da natureza jurídica do CDS e do TRS procuraremos mencionar os pontos de convergência e divergência com a fiança.

A principal diferença entre os mecanismos de transferência e proteção contra o risco de crédito reside no fato de que, com a utilização dos mecanismos de proteção acima mencionados, a operação creditícia permanece inalterada no patrimônio do credor, mas o risco de crédito é mitigado, enquanto que com os mecanismos de transferência de risco de crédito a operação creditícia deixa de integrar total ou parcialmente tal patrimônio, com consequências relevantes para o relacionamento com o devedor.

Observe-se que tanto a diversificação quanto os mecanismos de transferências de riscos não estão isentos de custos de transação que se manifestam, por exemplo, na necessidade de notificação do devedor na cessão de crédito, na escassez de oportunidades para a diversificação da carteira, nas condições adversas do mercado, que refletirão em dificuldades de precificação dos ativos sujeitos à securitização ou mesmo na dificuldade em encontrar investidores dispostos a pagar o preço estipulado.

A criação dos derivativos de crédito trouxe aos bancos a possibilidade de transferir os riscos a terceiros de forma simples, eficaz e padronizada, diferentemente dos mecanismos acima citados, transformando profundamente o modo como os agentes econômicos administram sua carteira de obrigações.

CAPÍTULO 3 – DERIVATIVOS DE CRÉDITO E SISTEMA BANCÁRIO

As instituições financeiras desempenham papel relevante nas operações de derivativos de crédito. Podem intermediá-las, cobrando comissão para buscar interessados em atuar em pontas opostas ou podem ser contratantes diretas em uma das pontas do CDS ou TRS – neste caso o *spread* está embutido no preço cobrado para participar da operação – em virtude da dificuldade natural em se encontrar interessados em realizar operação na ponta contrária de determinado cliente da instituição financeira⁵³.

Observa PEDRO DARAHEM MAFUD que quando contratante direta do *swap* a instituição financeira pode buscar outra posição contrária e ser dela também contratante direta em outro *swap*, caso em que o *spread* da operação será a diferença de remuneração recebida em cada operação. Assim, a instituição financeira mitiga riscos de descasamento e, na prática, o efeito econômico será semelhante à não realização de ambas as operações, pois por atuar em pontas contrárias os ganhos em uma anulam as perdas na outra. Em tal exemplo poderiam as partes ser contratantes diretas umas das outras, mas elas não se conhecem e em tal hipótese a instituição financeira lucraria apenas por meio da cobrança da comissão de intermediação. Referido mecanismo de mitigação de riscos não é aplicável apenas ao *swap*, mas também a quaisquer derivativos negociados no mercado de balcão⁵⁴.

Em operações de derivativos de crédito a atuação das instituições financeiras se dá principalmente como contraparte, transferindo o risco de crédito de operações que realiza e também recepcionando o risco de crédito, seja pelo interesse em se expor a determinado risco e receber um prêmio como contrapartida em operações de CDS ou mesmo para permutar um determinado fluxo financeiro pelo fluxo do ativo subjacente em operação de TRS.

⁵³ Vide Resolução CMN n.º 3.505, de 26 de outubro de 2007, que Dispõe sobre a realização, no País, de operações de derivativos no mercado de balcão pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN. O artigo 1º de referida resolução prescreve que “*Os bancos múltiplos, os bancos comerciais, as caixas econômicas, os bancos de investimento, os bancos de câmbio, as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários podem realizar, no mercado de balcão, no País, por conta própria e de terceiros, operações de swap, a termo e com opções, passíveis de registro em mercados de balcão organizado ou em sistema administrado por bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros, por entidades de registro e de liquidação financeira de ativos devidamente autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.*”

⁵⁴ MAFUD, Pedro Darahem, *Racionalidade Econômica e Aspectos Jurídicos dos Derivativos: uma Análise Jurisprudencial*, Tese de Mestrado Apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014, p. 58, nota 120.

3.1 – Proteção (*hedge*) e exposição a risco de crédito

O *hedge* consiste na proteção contra determinado risco (geralmente de oscilação de preço), o qual é feito pela contratação de instrumentos financeiros em valor equivalente e em sentido inverso ao risco que se quer proteger, de modo que a perda em uma operação é compensada com o ganho na operação oposta, resultando na redução do risco e, conseqüentemente, dos ganhos ou perdas com a operação em questão. Não se fala em eliminação completa do risco, pois não há *hedging* perfeito⁵⁵.

Geralmente o *hedge* realizado por meio de operação com derivativo se dá com a contratação de operação no mercado de derivativo em sentido contrário à posição que a parte possui no mercado do ativo, dado que a variação de preços se reflete do mesmo modo tanto no mercado do ativo quanto no mercado do derivativo. Com o *hedge* não se opera uma indenização pela perda, dado que a operação realizada para fins de *hedge* pode gerar perda, que será compensada com o ganho na operação de cujo risco objetivou-se proteger.

Observamos que há uma linha tênue entre o *hedge* e a especulação. A efetiva exposição do agente no mercado do ativo subjacente são pressupostos para se falar que a contratação de um derivativo foi para fins de *hedge*. O montante do valor nominal do derivativo que supera o necessário para a proteção de riscos é considerado especulativo⁵⁶.

Nesse sentido NELSON EIZIRIK, ao tratar dos mercados futuros, mas cuja lição aplica-se *mutatis mutandis* ao mercado de derivativos, pondera que “*existem nos mercados futuros dois grupos de participantes: a) os que querem transferir o risco; b) os que aceitam suportar o risco. Os do grupo ‘a’ são normalmente aqueles que estão envolvidos, seja na produção, seja na comercialização, com as mercadorias objeto das negociações, trata-se dos hedgers. Os do grupo ‘b’ são os chamados ‘especuladores’ ou ‘capitalistas’, que aceitam carregar os riscos que os hedgers desejam transferir, absorvendo as posições dos hedgers, sem estarem direta ou indiretamente envolvidos na atividade produtiva*”⁵⁷.

Os derivativos de crédito podem ser utilizados para fins de *hedge* quando o transferidor do risco é efetivamente o titular do ativo subjacente. Há a transferência do

⁵⁵ SZTAJN, Rachel, *Futuros (...)*, p. 195.

⁵⁶ MAFUD, Pedro Darahem, *Op. cit.*, p. 33.

⁵⁷ EIZIRIK, Nelson, *Aspectos Jurídicos dos Mercados Futuros*, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, ano XXX, n.º 81, janeiro-março de 1991, p. 24.

risco de crédito da entidade de referência, de modo a reduzi-lo para o transferidor do risco conforme a qualidade de crédito do receptor do risco. Não se trata de um *hedge* perfeito, pois a parte que transferiu deixa de correr o risco da entidade de referência, mas passa a suportar o risco de crédito do receptor do risco.

O TRS permite que o receptor do risco se exponha a todos os riscos inerentes ao ativo subjacente e não apenas ao risco de crédito como ocorre no CDS. O transferidor do risco permuta o retorno do ativo subjacente por um pagamento determinado, que pode ser antecipado ou periódico, de modo a não mais correr o risco de crédito da entidade de referência, mas sim do receptor do risco no TRS.

A vantagem reside na transferência do risco a quem teoricamente consegue melhor suportá-lo (*superior risk bearer*) com menores custos, o que amplia o bem estar da sociedade. Esta é a finalidade original dos derivativos de crédito, mas que deixou de ser a preponderante, especialmente com as operações a descoberto.

Enquanto para o transferidor do risco a operação de derivativo de crédito pode ser realizada com a finalidade de *hedge*, o interesse do receptor do risco é exatamente o oposto, ou seja, quer se expor ao risco de crédito da entidade de referência, mas sem a necessidade de adquirir o ativo subjacente e ainda recebendo um prêmio.

Não obstante a proteção seja essencialmente contra o risco de crédito, os derivativos de crédito podem ser utilizados para mitigar outros riscos, tais como o risco de mercado em se ter uma carteira muito concentrada em determinado tomador ou segmento econômico, o risco operacional em se gerir carteira extremamente pulverizada, etc.

3.2 – Especulação

A especulação não se confunde com a manipulação do mercado – que é ato ilícito – e não deve ser entendida como sendo perniciosa, dado que na prática os especuladores movimentam o mercado, gerando externalidade positiva, que é a ampliação da liquidez e a melhor formação de preços, o que é importante para permitir aos demais participantes oportunidades de realizar operações de *hedge*, dado que haverá mais contrapartes interessadas em assumir a posição contrária e a preço que mais se aproxime do risco de crédito do ativo subjacente no caso dos derivativos de crédito.

Por outro lado, os especuladores podem rapidamente superaquecer o mercado e criar bolhas tanto no mercado de derivativos quanto no mercado do ativo subjacente, especialmente pelo fato de que não é necessário despendar recursos para receber risco de crédito por meio de CDS.

Observa RACHEL SZTAJN que é importante evitar que a especulação gere efeitos indesejáveis, sendo necessário que haja alguma forma de controle sobre a atuação dos especuladores – profissionais que aceitam o risco de outros visando o lucro –, pois tende a ser grande a assimetria informacional destes em comparação com outros agentes de mercado. Afirma que *“a especulação promove a eficiência alocativa, aumenta o bem-estar, melhora a estimação do preço de mercado, o que favorece a presença do especulador, mas também se percebe as acentuadas diferenças entre as expectativas individuais dos agentes no mercado, o que induz supor que a especulação pode ser menos benéfica do que se apregoa, uma vez que a grande assimetria informacional distorce os benefícios gerados pela arbitragem*⁵⁸”.

No caso dos derivativos de crédito a especulação se fundamenta na exploração das diferenças de visões – reflexo da assimetria informacional – sobre o risco de crédito do ativo subjacente por meio da transferência ou recepção deste risco, principalmente quando não se está exposto a ele ou quando se contrata o derivativo de crédito em valor superior ao risco ao qual se está exposto.

Observamos, contudo, que a especulação é inerente ao mercado de derivativos de crédito, pois a contraparte receptora do risco não está se protegendo de um risco que possui. Pelo contrário, está se expondo a um risco que não possuía mediante o recebimento de um prêmio (no caso do CDS).

Um agente irá se beneficiar caso, uma vez tendo recepcionado o risco de crédito (e recebido periodicamente o prêmio durante a vigência da operação), o evento de crédito não se concretize. Deste modo, os prêmios superam o valor desembolsado pelo receptor do risco. O transferidor do risco também pode se beneficiar se em virtude do evento de crédito o valor recebido for maior que a somatória dos prêmios pagos e do que receberia do devedor após a ocorrência do evento de crédito.

Um aspecto interessante do CDS é a possibilidade de se auferir lucro quando se entende que a avaliação de crédito de determinada entidade de referência está super ou subestimada. Também há a possibilidade de ganhos quando houver valorização do CDS,

⁵⁸ SZTAJN, RACHEL, *Regulação* (..), pp. 144-145.

ou seja, caso em virtude da piora na percepção do risco de crédito da entidade de referência fique mais caro para se transferir o risco por meio de CDS. Se a parte que contratou o CDS pagando um determinado prêmio quiser transferir esta operação a terceiro, deverá receber a diferença entre o prêmio atualmente vigente para o prazo da operação e o prêmio originalmente acordado. Haverá lucro quando o prêmio atual for maior do que o originalmente acordado.

Nos Estados Unidos e na União Europeia, ainda que uma parte não esteja sujeita ao risco de crédito de uma entidade de referência, pode transferir tal risco por meio da contratação de derivativo de crédito a descoberto com o objetivo de receber o valor de proteção contratado na ocorrência de evento de crédito, o que evidencia atividade especulativa. No Brasil, contudo, não são permitidas operações com derivativos de crédito a descoberto, exceto se o ativo subjacente for regularmente negociado em mercados organizados e cuja formação de preço seja passível de verificação.

É possível haver situações nas quais após um agente tomar demasiado risco resolva realizar operação de *hedge* utilizando de CDS para se proteger contra o risco de crédito decorrente das operações especulativas anteriormente realizadas.

Uma questão importante, principalmente quanto à transferência do risco de determinado ativo subjacente que tenha seu índice CDS publicamente divulgado (geralmente títulos emitidos por entidades soberanas e grandes empresas) refere-se ao impacto que os movimentos especulativos no mercado de CDS podem gerar no preço do ativo subjacente, pois ainda que uma análise fundamentalista mostre que a entidade de referência é solvente, caso o índice CDS não reflita essa análise – notadamente em decorrência dos movimentos especulativos de transferência de risco a descoberto – poderá ensejar a percepção de maior risco para os investidores e credores, o que pode aumentar o custo para contratação de proteção por meio de CDS e também o custo para a captação de recursos e refinanciamento de dívidas por parte da entidade de referência. Os investidores mais avessos ao risco tenderão a vender os ativos subjacentes ao menor sinal de ampliação de risco gerando a queda em seus preços e um ciclo vicioso que, no limite, pode até mesmo culminar na ocorrência de um evento de crédito.

Nestes casos fica a indagação se algum agente que transferiu seu risco poderá ser responsabilizado, na medida em que as operações eram lícitas, mas causaram prejuízo a terceiro. Entendemos que seria possível alguma responsabilização caso o movimento especulativo ocorra por apenas um agente com a intenção deliberada de manipular o

mercado ao produzir a queda no valor do ativo para, comprovadamente, dele se beneficiar. Cabe ponderar, contudo, que tal responsabilização ainda é difícil, especialmente por não ser fácil comprovar a autoria e o nexo de causalidade em decorrência da multiplicidade de fatores que influenciam os preços no mercado. Quando as operações são realizadas em valores de tal modo elevados que impactam no preço do ativo fica mais fácil imputar a responsabilidade.

As atividades especulativas também podem ensejar a destruição de valor. Para entender como isso ocorre basta imaginar que seria extremamente fácil transferir risco de crédito a descoberto por meio de CDS no valor de, por exemplo, US\$ 150 milhões contra o risco de crédito de companhia com valor de mercado de US\$ 50 milhões. Na sequência seria possível adquirir o controle majoritário de tal companhia por US\$ 30 milhões e orientar os negócios da companhia de modo a ensejar a ocorrência de evento de crédito, de modo que o transferidor do risco teria despendido US\$ 30 milhões, mais os prêmios pagos ao receptor do risco e com a ocorrência do evento de crédito receberia US\$ 150 milhões⁵⁹.

A atuação especulativa pode ser prejudicial na medida em que um agente pode sofrer rapidamente perdas vultosas e, a depender de sua importância e interconexão, impactar outros agentes, gerando efeito em cadeia.

Dependendo da finalidade para a qual o derivativo de crédito é utilizado poderá haver redução ou a criação de riscos. As operações especulativas realizadas com derivativos de crédito são menos custosas do que as operações especulativas realizadas no mercado do ativo subjacente, haja vista que para realizar operação com CDS basta pagar o prêmio, enquanto que em operações no mercado do ativo na maioria das vezes é necessário adquiri-lo. Operações especulativas com derivativos de crédito podem gerar um custo social enorme, que é de difícil precificação para que se possa promover sua internalização *ex ante*.

Importante ponderar se o bem estar e a externalidade positiva gerada pelos especuladores com o incremento na liquidez do mercado de derivativos de crédito e com a melhor formação de preços são suficientes para compensar a perda de bem estar e a externalidade negativa decorrente do aumento no nível de risco para o especulador e para o sistema financeiro como um todo, especialmente considerando o potencial destrutivo do

⁵⁹ STOUT, Lynn A., *Carta da Professora Lynn A. Stout ao Comitê de Agricultura, Floresta e Nutrição do Senado dos Estados Unidos*, 4 de junho de 2009, pp. 2-3, disponível em http://media.mcclatchydc.com/smedia/2009/06/04/17/Hall-testimony-stout.source.prod_affiliate.91.pdf (acesso em 30/12/2014).

risco sistêmico. Indago se haveria mecanismos de internalização destas externalidades negativas a custos que não superem o ganho com as externalidades positivas.

Em decorrência das vicissitudes causadas pelas operações com derivativos de crédito a descoberto entendemos que deveriam ser vedadas. Apontaremos outros efeitos deletérios de tais operações ao tratar da crise de 2008.

LARS NORDEN e KRISTINA RADOEVA tentam mensurar a especulação no mercado de CDS e examinar seus fatores determinantes. Analisam empresas norte americanas que foram ativamente negociadas no mercado de CDS entre outubro de 2008 e março de 2012 e encontram fortes evidências de especulação. Concluem que a introdução da negociação de CDS relacionada ao risco de crédito de determinada empresa aumenta a probabilidade de rebaixamento de *rating* e de inadimplemento, independente de mudança no resultado da análise fundamentalista de tal empresa. Consideram, ainda, que o fato de não haver limites na negociação de derivativos de crédito aumenta a fragilidade e volatilidade do mercado, bem como a chance de colapsos no sistema financeiro. Por outro lado, entendem que a utilização de derivativos de crédito para a gestão de risco especificamente por instituições financeiras pode ser benéfica para a estabilidade financeira e para a economia real⁶⁰.

3.3 – Gerenciamento de riscos

Efeito semelhante ao da realização de uma operação de crédito pode ser alcançado por meio da recepção do risco de crédito de determinado devedor utilizando-se o CDS.

A contraparte receptora do risco em operação de CDS se expõe ao risco de crédito de determinada entidade de referência (i) sem ter realizado a operação creditícia; (ii) sem ter adquirido o crédito no mercado secundário, quando existente; (iii) sem ter necessariamente relacionamento com a entidade de referência; (iv) sem incorrer nos demais riscos (de mercado, cambial, operacional, etc.) que são inerentes a uma operação creditícia; (v) sem ter que desembolsar qualquer recurso e (vi) sem incorrer nas restrições e exigências regulatórias aplicáveis aos originadores da operação creditícia, mas devendo manter reservas de capital exigidas pela regulação bancária para o risco de crédito que está

⁶⁰ NORDEN, Lars; RADOEVA, Kristina, *What do we know about speculation in the CDS Market?*, Midwest Finance Association 2013, Annual Meeting Paper, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2148616 (acesso em 30/12/2014).

recepcionando. Com exceção do item (iv) todos os demais itens são aplicáveis ao receptor do risco no TRS.

Interessante notar que as normas aplicáveis aos derivativos de crédito não requerem que a contraparte receptora do risco de crédito realize a análise de crédito da entidade de referência, ainda que na prática receber o risco de crédito de tal entidade tenha efeito semelhante ao da realização de uma operação de crédito.

Muitas instituições financeiras deixaram de ser primordialmente originadoras para atuarem apenas como estruturadoras e intermediárias em operações de crédito, originando operações e posteriormente transferindo a terceiros o respectivo risco de crédito, de modo a não precisarem manter reservas de capital exigidas pela regulação bancária durante todo o prazo da operação de crédito, mas apenas da data em que se compromete a desembolsar os recursos até a transferência do risco por meio do CDS ou TRS e no montante exigido para o risco de crédito do receptor do risco e não mais da entidade de referência.

A diversificação de riscos de instituições financeiras também pode ser conveniente quando estão demasiadamente expostas a determinado segmento. Com a redução da concentração de riscos é possível a sua expansão para áreas mais lucrativas⁶¹. Além de poder adquirir proteção contra riscos de crédito indesejados, é possível recepcionar riscos advindos de outros mercados. Consequentemente, as decisões estratégicas podem ser tomadas de modo mais dinâmico e sem a necessidade de incorrer em elevados custos de transação para entrar em determinado segmento de mercado ou para a aquisição do ativo a cujo risco quer-se expor.

Com os derivativos de crédito torna-se viável a exposição ao risco de crédito de determinado ativo que de outra forma não seria possível, quando, por exemplo, o ativo se esgotou no mercado primário, quando não há mercado secundário para este ativo, quando há vedação para sua aquisição, etc. O foco da administração de riscos de crédito deixa de se voltar para as operações individuais para englobar a gestão da carteira. Os derivativos de crédito podem ser úteis para maximizar a relação risco-retorno esperado em carteiras expostas a risco de crédito.

A transferência do risco por meio de CDS também pode ocorrer quando o titular do ativo subjacente verifica que há má precificação no prêmio cobrado pela transferência do risco, de modo que pode ser interessante ser credor de uma entidade de referência altamente arriscada (e que, portanto, pague alta taxa de juros) e posteriormente transferir

⁶¹ PARKER, Edmund, *Op. cit.*, p. 19.

tal risco de crédito por meio de CDS para passar a correr o risco de crédito do receptor do risco. O resultado final é a obtenção do rendimento da operação creditícia de alto risco, mas estando sujeito ao risco de crédito do receptor do risco.

A transferência do risco de crédito em operação de CDS ou do risco de crédito e dos retornos de um ativo subjacente em operação de TRS não significa que os demais riscos deixaram de existir. Os riscos residuais permanecem e são assumidos em maior ou menor intensidade por transferidores e receptores do risco. Dentre tais riscos residuais EDMUND PARKER elenca em caráter não exaustivo:

(i) Risco de descasamento, que ocorre quando uma entidade de referência passa por reorganização societária e é sucedida por diversas outras entidades de referência ou quando o refinanciamento traz o descasamento entre determinados aspectos da dívida (valor, prazo, taxa, moeda, etc.) e o derivativo de crédito a ela referenciado. Nos termos das Definições de Derivativos de Crédito de 2014 da ISDA quando uma sociedade é sucedida, considera-se que foram criados tantos novos derivativos quanto o número de sucessores, forçando o transferidor do risco a se proteger contra entidades para as quais ele não tinha interesse.

(ii) Risco de mercado, que pode impactar na precificação e, consequentemente, no preço pago pela transferência do risco. Em determinados casos, especialmente com derivativos de crédito estruturados, é muito difícil realizar a marcação a mercado e a alternativa é o que se denomina de “marcação a modelo” (*mark to model*), que depende integralmente da confiabilidade no modelo utilizado. A falha na utilização do modelo correto pode ensejar a má precificação do derivativo de crédito.

(iii) Risco de liquidez em virtude do derivativo de crédito em geral não ser tão líquido quanto o ativo subjacente, de modo que o preço do derivativo de crédito pode ser distorcido e a parte pode ter dificuldades para liquidar sua posição.

(iv) Risco regulatório com a alteração na alocação de capital prevista para as contrapartes em operações com derivativos de crédito, de modo que a operação se torne menos ou não interessante economicamente para a instituição financeira que a realizou. Este risco também pode se manifestar com a necessidade de inclusão de certos eventos de crédito no contrato de derivativo de crédito ou mesmo com a necessidade de realização de determinadas provisões, impactando diretamente no preço do derivativo de crédito.

(v) Risco do lastro, que está presente em derivativos de créditos financiados como o CDO, nos quais os recursos decorrentes da emissão dos títulos de dívida por sociedade de

propósito específico são geralmente investidos em títulos com baixo risco e de boa classificação. Entretanto, ainda que os títulos sejam considerados de baixo risco, os titulares dos títulos de dívida emitidos pela sociedade de propósito específico correm todos os riscos de tal investimento, que pode ser inadimplido total ou parcialmente, se desvalorizar, ser renegociado, etc.

(vi) Risco da contraparte, que afeta tanto o transferidor quanto o receptor do risco. A transferência de risco por meio do derivativo de crédito não significa que o risco de crédito deixou de existir, mas passou a ser da contraparte receptora do risco ao invés da entidade de referência. O transferidor do risco está sujeito ao risco de não ser pago pelo receptor na ocorrência de um evento de crédito. O receptor do risco, por sua vez, assume o risco de não receber os pagamentos periódicos do transferidor e também está sujeito ao risco de crédito da entidade de referência. O risco da contraparte é inerente à maioria das operações com derivativos e, conforme veremos, pode ser mitigado com a liquidação do derivativo por meio de *clearing*, que assume a posição de contraparte central.

(vii) Risco jurídico, que essencialmente se refere à força vinculante da documentação que formaliza a operação. Tal documentação deverá ser considerada existente, válida e eficaz, de modo que seja possível exigir seu cumprimento. Outro fator a ser ponderado é a escolha da lei aplicável⁶² à operação e eventuais restrições na jurisdição de cada contraparte. Há também o risco do Judiciário não compreender a complexidade da operação e realizar julgamento equivocado ou que gerar alguma situação de desequilíbrio.

Outra vertente do risco jurídico refere-se aos poderes de quem realizou a operação de derivativo de crédito. Por tal motivo é necessário haver avaliação cuidadosa da documentação societária da empresa ou da procuração apresentada, de modo a confirmar que há autorização expressa para a realização deste tipo de operação, evitando-se que a contraparte alegue que a operação é eivada de invalidade – pois quem assinou a documentação não tinha poderes para tanto – e até mesmo exija a devolução dos pagamentos até então realizados. Certamente tal análise deverá estar em linha com os requisitos legais da jurisdição de cada contraparte.

(viii) Risco operacional, passível de ocorrência em todas as etapas da negociação, formalização e execução de operação com derivativos de crédito⁶³. Podemos exemplificar

⁶² Nas operações com derivativos de crédito que envolvem contrapartes em mais de uma jurisdição é muito comum a escolha da lei inglesa ou da lei de Nova York para reger o contrato de derivativo de crédito.

⁶³ Um ponto de preocupação, especialmente nos primeiros anos das operações com derivativos de crédito, se referia à demora em se formalizar a operação, gerando atraso na carteira de confirmações (documento que contém as informações comerciais) de cada operação (*confirmation backlogs*), o que gerava incertezas,

a ocorrência de riscos operacionais com a realização de operação com detalhes técnicos que não correspondem ao negociado entre as partes, erros formais e materiais na documentação, problemas na notificação de evento de crédito, na avaliação dos ativos em liquidações físicas, etc.

(ix) Risco reputacional, que pode ocorrer quando a entidade de referência que é devedora em um empréstimo fornece à instituição financeira credora informações sensíveis e ainda não divulgadas ao mercado e que impactam em seu risco de crédito. Neste caso a instituição financeira em posse de tais informações privilegiadas contrata proteção por meio de CDS, pagando valor de proteção que não reflete o risco de crédito que o receptor do risco está assumindo. Em tal hipótese podemos discutir acerca da eventual quebra da boa-fé por parte do transferidor do risco ou mesmo se a boa-fé possui uma outra dimensão em tais operações, já que o pressuposto é que o transferidor do risco avalia de forma independente o risco que irá assumir. Cabe avaliar se tais situações não poderão causar dano reputacional, maculando a confiança e imagem do transferidor do risco⁶⁴.

Por outro lado, se a entidade de referência for companhia aberta e a informação não divulgada publicamente por esta estar relacionada à iminência de um evento de crédito e sabendo disso o transferidor do risco contrata um CDS, entendemos que se trata de atitude a ser coibida pelo regulador.

3.4 – Gerenciamento de capital

A preocupação com a gestão eficiente de riscos indica a criação de ambiente favorável para os derivativos de crédito. A utilização de derivativos de crédito se mostrou

problemas na gestão de riscos e permitiu a ocorrência de disputas difíceis de serem resolvidas e que geralmente aconteciam no prazo entre a realização da operação e sua formalização por meio das confirmações. Trata-se de problema tanto na relação entre as contrapartes em operação de derivativo de crédito, como também na relação entre contraparte e órgãos reguladores, que não possuíam informações sobre as operações dos entes que eram por eles regulados. Em 2004, por exemplo, a demora em se formalizar as confirmações superava vinte e três dias úteis. A solução de tal problema se deu com o aumento das áreas de apoio (*back-office*), que realizaram trabalho intensivo no processamento da confirmação das operações, bem como na utilização de sistemas automatizados de processamento de informações. Em novembro de 2006 foi lançado um repositório de informações de operações (*trade information warehouse*), que consistia em um banco de dados de operações padronizadas com derivativos de crédito e infraestrutura de suporte para facilitar o processamento de eventos ocorridos após o fechamento da operação, tais como pagamentos de fluxos financeiros, novação, transferências e rescisão. (RICHA, Alexandre, *Credit Derivatives: Settlement and Other Operational Issues*, International Finance Seminar, Maio de 2007, p. 10-14, disponível em <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/education/llm/2006---2007/sp10.pdf> (acesso em 30/12/2014)).

⁶⁴ PARKER, Edmund, *Op. cit.*, pp. 20-24.

alternativa simples para a redução do montante de capital que deveria ser alocado, ou seja, segregado e não utilizado, em decorrência do Acordo de Basiléia I e alterações posteriores.

As finalidades da alocação de capital são: (i) evitar a excessiva alavancagem de instituições financeiras⁶⁵; (ii) proteger o sistema financeiro contra cenários econômicos de estresse; (iii) proteger o sistema financeiro contra o risco sistêmico e (iv) fazer frente à exposição ao risco de crédito. Assim, as instituições financeiras passaram a transferir o risco de crédito de operações ativas realizadas com contrapartes que em virtude da sua classificação ensejavam maior alocação de capital. Deste modo era possível assumir o risco das operações com melhor relação entre risco de crédito e alocação de capital⁶⁶.

A operação creditícia continua constando das demonstrações financeiras da instituição financeira, mas após a transferência do risco por meio de CDS tal operação passa a ser classificada pela instituição financeira como sendo realizada com o receptor do risco, pois é deste que se está assumindo o risco e não mais da entidade de referência. Consequentemente, deixa-se de alocar capital para a entidade de referência e passa-se a alocar para o receptor do risco, abrindo espaço para a concessão de novos créditos. Analogamente, o receptor do risco deverá alocar capital correspondente ao risco de crédito da entidade de referência, como se efetivamente tivesse realizado com ela a operação creditícia. A transferência do risco será vantajosa quando a economia em capital regulatório for maior do que o prêmio pago no derivativo de crédito, somado aos custos operacionais com a transferência do risco.

Por meio da utilização do CDS a instituição financeira transferidora do risco aumenta a quantidade de crédito disponível na economia, enquanto que a receptora do risco a reduz, considerando que a receptora do risco também é instituição financeira e, portanto, sujeita às normas de Basiléia.

O Acordo de Basiléia II permitiu melhor adequação entre o capital regulatório alocado e o risco de crédito do devedor, o que ampliou incentivos para as instituições financeiras transferirem o risco de crédito de tomadores com maior risco de crédito⁶⁷. Anteriormente a tendência era no sentido de transferir o risco referente a créditos de boa qualidade, mas que devido à ponderação de risco decorrente do Acordo de Basiléia I ensejavam elevada alocação de capital. Foi a própria regulação bancária que indiretamente

⁶⁵ A alavancagem de uma instituição financeira é medida por meio da relação entre o capital próprio da instituição financeira e o volume de empréstimos realizados.

⁶⁶ BONFIM, Antulio N., *Op. cit.*, pp. 37-38.

⁶⁷ *Ibidem*, p. 39.

incentivou o desenvolvimento das operações com derivativos de crédito, que, por sua vez, permitiram o aumento do risco sistêmico que tal regulação buscava reduzir.

As seguradoras estão entre as principais participantes do mercado de derivativos de crédito internacional e as motivações para realizarem tais operações são semelhantes às das instituições financeiras. As normas prudenciais a serem seguidas pelas seguradoras influenciaram diretamente na demanda por derivativos de crédito, como veremos adiante. Nos Estados Unidos os requisitos de capital para seguradoras são regulados em nível estadual e não federal.

Na União Europeia os requisitos de capital mínimo para as seguradoras estão baseados em diretivas de 1973, com requisitos pouco rígidos e com pouca sensibilidade a diferentes riscos. A Diretiva 2002/13/CE (Solvência I) promulgada em 2002 trouxe apenas poucas modificações em tal sistemática, motivo pelo qual os reguladores em cada Estado-Membro da União Europeia adotam regras próprias que tendem a ser mais rígidas, sendo que alguns Estados-Membros até mesmo impõem restrições à negociação de derivativos⁶⁸.

Com a Diretiva 2009/138/CE (Solvência II) de 22 de abril de 2009, criada pela *International Association of Insurance Supervisors* - IAIS⁶⁹ para a União Europeia, o regime regulatório das seguradoras passa a ser baseado em três pilares distintos⁷⁰, assim como ocorre com as regras de Basileia. Há a evolução da supervisão baseada em regras para a supervisão baseada em riscos.

O Brasil é membro e segue as diretrizes da IAS, que são semelhantes às da Solvência II em virtude da forte presença dos países europeus em tal entidade. O Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP e a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP tem implementado vários mecanismos de regulação para se adequarem aos princípios

⁶⁸ PARKER, Edmund, *Op. cit.*, p. 18.

⁶⁹ A IAIS foi constituída em 1994 e congrega reguladores e supervisores de 190 jurisdições em 140 países, representando 97% dos receptores de prêmios de seguro no mundo. Objetiva a melhoria na supervisão de seguradoras no mundo e o faz por meio da elaboração de documentos com diretrizes sobre as melhores práticas de supervisão de seguros.

⁷⁰ O primeiro pilar é quantitativo e consiste em requerimentos de capital, adequada mensuração das provisões técnicas e utilização de modelos internos aprovados pelo órgão regulador. Haverá dois tipos de requerimentos de capital: os Requerimentos de Capital Mínimo (*Minimum Capital Requirements*) e os Requerimentos de Capital de Solvência (*Solvency Capital Requirements*). O segundo pilar tem abordagem qualitativa, promovendo mudanças nas práticas de supervisão *in loco*, direcionadas para governança corporativa, controles internos, atuação das auditorias internas e independentes, sistemas de informação, entre outros. O terceiro pilar trata da qualidade e harmonização dos dados estatísticos e das informações apresentadas ao órgão supervisor, inclusive com o alinhamento de tais informações com o IFRS. Objetiva-se elevar os níveis de garantias aos segurados por meio de requerimentos de capital e elevação dos padrões de gerenciamento de riscos. Os Estados-Membros tinham até 01 de janeiro de 2016 para adotar tal Diretiva, conforme Posição do Parlamento Europeu aprovada em 21/11/2013, disponível em <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TC&reference=P7-TC1-COD-2013-0327&format=PDF&language=PT> (acesso em 30/12/2014).

internacionalmente aceitos. No entanto, a adoção da Solvência II é processo em curso e está sendo tema de uma série de discussões, especialmente no que se refere à sua adaptação às peculiaridades do mercado brasileiro para não limitar a capacidade das seguradoras de assumir riscos e comprometer seu crescimento e a capacidade de concorrência.

3.5 – Obtenção de rendimentos por meio da intermediação de derivativos de crédito

A negociação com derivativos de crédito pode ser interessante para criar ou tornar mais líquido o mercado secundário de crédito, o qual em nosso país ainda é escasso, embora em 2011 o volume de operações de compra e venda de créditos tenha aumentado consideravelmente, especialmente com relação a créditos de baixa qualidade e decorrentes das renegociações de dívidas realizadas em virtude da crise de 2008.

Por conta da relativamente pouca ocorrência de eventos de crédito o CDS deixou de ser utilizado para sua função clássica de transferência e recepção de risco de crédito e passou a ser utilizado pelos mais propensos ao risco como instrumento de investimento, haja vista o recebimento periódico do prêmio sem que se tenha que realizar qualquer desembolso inicial ou mesmo posterior, caso a entidade de referência não incorra em evento de crédito⁷¹. O valor do prêmio pode estar muito próximo do valor dos juros pagos pelo devedor na operação creditícia⁷², de modo que por meio do CDS caso não ocorra o evento de crédito é possível auferir resultado financeiro semelhante ao de um empréstimo. Ainda que haja diferenciação no método de cálculo dos juros e do prêmio, o resultado final pode ser muito próximo.

O CDS torna-se especialmente interessante, pois é instrumento não financiado (*unfunded derivative*), ou seja, não exige qualquer desembolso inicial para fazer frente ao

⁷¹ Cf. MINTON, Bernadette A.; STULZ, René; WILLIAMSON, Rohan, *How Much do Banks Use Credit Derivatives to Hedge Loans?*, Journal of Financial Services Research, Fevereiro de 2009, vol. 35, Issue 1, pp. 1-31, disponível em <http://fisher.osu.edu/supplements/10/10402/How-much-do-banks-use-credit-derivatives.pdf> (acesso em 30/12/2014).

⁷² Na data de emissão de um título de dívida a taxa de juros a ser paga deveria ser a mesma taxa cobrada pela proteção contra o risco de crédito do ativo subjacente, já que ambos refletem o risco da entidade de referência. No decorrer da vigência do título de dívida, enquanto a taxa de juros permaneça constante – ainda que seja um valor determinado acima do CDI, da LIBOR ou de outro índice – o prêmio a ser cobrado para contratação de CDS para se proteger contra o risco de crédito da entidade de referência tende a variar conforme a variação do risco de crédito. O CDS é, portando, uma alternativa para que credores possam se proteger quando verificam ampliação do risco de crédito da entidade de referência no decurso do prazo do ativo subjacente.

risco de crédito que será recepcionado e, conseqüentemente, para o recebimento do prêmio, enquanto que a compra de um título de renda fixa envolve um desembolso inicial do valor de face do título. Deste modo, por meio da recepção do risco é possível alavancar indefinidamente posições compradas em determinado ativo subjacente⁷³. Não se pode esquecer, contudo, que se houver o evento de crédito a contraparte receptora do risco terá que pagar o valor da proteção acordado para tantos quantas forem as contrapartes que lhe transferiram o risco de crédito.

Tendo em vista que no Brasil apenas instituições financeiras e autorizadas a funcionar pelo BACEN podem ser contrapartes receptoras de risco de crédito, a utilização do derivativo de crédito para fins de investimento fica limitada, pois toda vez que a instituição financeira recebe o risco de crédito de determinado ativo subjacente, deverá alocar capital regulatório tal como se fosse a credora da entidade de referência.

3.6 – Arbitragem

A arbitragem é uma palavra equívoca e será utilizada neste trabalho como sinônimo de exploração da diferença de preços em dois mercados que negociam o mesmo bem, com o objetivo de obter ganho sem incorrer em risco. Por meio da arbitragem são realizadas duas operações simultâneas, uma delas em cada mercado. Com a ação dos arbitadores os preços em ambos os mercados convergem mais rapidamente para o preço de equilíbrio, diminuindo ou neutralizando suas ineficiências por meio da lei da oferta e da demanda. São efêmeras as oportunidades de arbitragem e a ação dos arbitadores inibe as distorções do mercado⁷⁴.

Exemplificando, podemos pensar em arbitragem quando a ação da empresa X é negociada em duas bolsas diferentes. A ação é negociada na bolsa de valores brasileira e um ADR (*American Depositary Receipt*), certificado referenciado a ações da empresa X, é negociado na bolsa de Nova York. Uma vez considerada a variação cambial e feitos os cálculos necessários para se comparar lote equivalente de ações, o preço deveria ser o mesmo. Não estamos considerando aqui os custos da operação, tais como tributos, corretagem, emolumentos, etc. Caso haja diferença do preço nos mercados, há oportunidade para comprar no mercado em que o bem está mais barato e vender naquele

⁷³ BONFIM, Antulio N., *Op. cit.*, p. 40.

⁷⁴ MAFUD, Pedro Darahem, *Op. cit.*, p. 37.

em que o bem está mais caro. O mesmo pode ocorrer quando há diferenças de preços do mesmo bem no mercado à vista e no mercado futuro. Observamos que arbitragem pode ser possível também em virtude da diferença de fusos horários quando estamos tratando de mercados em diferentes países.

No caso dos CDS a arbitragem acontece quando se transfere risco por meio de CDS em um mercado pagando-se prêmio **X** e recebe-se risco idêntico ao que se transferiu em outro mercado recebendo prêmio superior a **X**. Na prática as posições se anulam, sobrando apenas a diferença entre o prêmio pago e o recebido. O fato de os derivativos de crédito serem negociados no mercado de balcão não organizado é um fator que dificulta a possibilidade de arbitragem.

A arbitragem pode também ser exemplificada pela aquisição de título de dívida corporativo juntamente com a transferência de risco por meio de CDS. Em termos numéricos, imagina-se que o rendimento de um título de dívida emitido pela entidade de referência e com vencimento em 5 anos seja de 5% ao ano. Ao adquirir proteção contra o risco de crédito de tal ativo o transferidor do risco pagará 1% ao ano, calculado sobre o valor de face do título, de modo que o rendimento líquido do título será de 4% ao ano. O resultado da aquisição do título com a contratação do CDS será a exposição ao risco da contraparte receptora do risco, com o recebimento de um rendimento líquido de 4% ao ano⁷⁵.

É necessário que este retorno líquido de 4% ao ano seja o mesmo retorno pago por um ativo com características semelhantes e cuja entidade de referência tenha a mesma qualidade de crédito que o receptor do risco para que não ocorra a arbitragem. Caso referido retorno líquido seja superior ao do título com a mesma característica emitido por entidade de referência com a mesma qualidade de crédito do receptor do risco, é mais rentável comprar título mais arriscado, mas que no final em virtude da operação de CDS traga retorno líquido superior ao ativo menos arriscado⁷⁶.

3.7 – “Descoberta de preço” no mercado do ativo subjacente

Uma externalidade positiva dos CDS consiste em facilitar a descoberta de preço (ou *price discovery*) do ativo subjacente. Quando uma parte transfere o risco de crédito de

⁷⁵ Para facilitar a compreensão desconsideramos os custos da transação, tais como tributos, comissões, etc.

⁷⁶ SOUZA, Eduardo Abrahão de, *Direito Bancário*, 11ª ed., São Paulo: Saraiva, 2008, p. 29.

determinado ativo subjacente está expressando sua 'gativa acerca da qualidade de crédito de tal ativo. Isso significa que o valor cobrado para a recepção do risco de crédito do ativo subjacente em operação de CDS é parâmetro para a avaliação e precificação do risco da entidade de referência, o que melhora a transparência no mercado de crédito, especialmente quando não há mercado secundário para o ativo subjacente ou quando há mercado secundário, mas o ativo subjacente é pouco líquido. Como resultado os agentes econômicos passam a contar com mais uma informação para embasar a tomada de decisão.

A premissa para a relevância do CDS na descoberta de preço do ativo subjacente é que o mercado secundário do ativo subjacente seja menor e menos líquido do que o mercado do CDS referenciado em tal ativo. Nestes casos o mercado de CDS é mais sensível à alteração do risco de crédito do ativo subjacente do que o próprio mercado secundário de tal ativo ou do que as agências de classificação de risco. HOUMAN B. SHADAB exemplifica lembrando que a dívida sênior do Bear Sterns não foi rebaixada pelas agências de classificação de risco antes do resgate de tal instituição financeira pelo governo norte-americano em 2008, enquanto que o preço cobrado para a recepção de risco em operações de CDS havia aumentado consideravelmente no período⁷⁷.

HOUMAN B. SHADAB afirma que a função de descoberta de preço do CDS ajuda a mitigar as bolhas de crédito e a reduzir a volatilidade do mercado de crédito. Em teoria o CDS deveria ter sinalizado a existência do excessivo risco dos títulos de dívida decorrentes da securitização de (e, portanto, lastreados por) financiamentos *subprime*, o que acarretaria na redução do volume destas operações. Isso foi verificado com o comportamento do índice ABX.HE, introduzido em janeiro 2007, que é índice relacionado ao preço para a transferência do risco de crédito de títulos de dívida lastreados por financiamentos *subprime*. Em outubro de 2007 os valores do ABX.HE (ou seja, o custo para se proteger contra o risco de tais títulos) eram mais altos do que a própria taxa de juros de referidos títulos, o que sinaliza sua sobreprecificação por serem mais arriscados do que aparentavam⁷⁸.

Afirma-se que o CDS também pode auxiliar na correção de visões distorcidas acerca do risco de crédito de determinada entidade de referência⁷⁹. Cabe ponderar que tais visões distorcidas do crédito irão refletir no volume de operações de CDS e no índice CDS

⁷⁷ SHADAB, Houman B., *Guilty by Association? Regulating Credit Default Swaps*, Entrepreneurial Business Law Journal, vol. 4:2, p. 459, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1368026> (acesso em 30/12/2014).

⁷⁸ Ibidem, p. 461.

⁷⁹ Ibidem, p. 458.

da entidade e referência, caso exista. A efetiva distorção apenas poderá ser identificada se houver a ocorrência de um evento de crédito sem que isso tenha sido sinalizado por meio do encarecimento do preço cobrado para a recepção do risco por meio de CDS.

Por outro lado, a distorção dos preços nas operações de CDS em virtude de visão também distorcida do risco de crédito poderá contaminar o próprio mercado do ativo subjacente, de modo que tende a aumentar o custo para a entidade de referência contrair dívida ou refinanciá-la. Apenas uma análise empírica – que não é objeto deste trabalho – poderá mostrar se, na média, o CDS mais ajuda na descoberta de preços do que em sua distorção.

Não podemos esquecer que em geral apenas as entidades de referência cujos riscos de crédito são mais negociados em operações de CDS possuem índice CDS publicamente disponível, de modo que a função de descoberta de preço ainda é limitada, o que tende a mudar caso haja a negociação de CDS padronizados em bolsa.

JAY Y. LI e DRAGON YONGJUN TANG estudaram empiricamente as externalidades positivas da negociação de CDS e concluíram que o CDS referenciado a uma empresa pode ter impacto nas políticas financeiras de outra empresa, mesmo que essa não possua CDS a ela referenciado. Observaram que quando a maior parte das receitas de uma empresa advém de clientes que possuem CDS a eles referenciados, tal empresa tende a se alavancar menos. Além disso, pelo caráter informativo do preço para a transferência de risco por meio de CDS, é possível ter maior controle sobre as condições gerais e de solvabilidade dos clientes mais importantes, bem como sinalização sobre possíveis choques na área de atuação destes. Sendo assim, uma das principais externalidades em operações de CDS é a informação produzida, que melhora o ambiente informacional do fornecedor e faz com que o financiamento da atividade com capital próprio seja mais interessante do que o financiamento com capital de terceiros. Além disso, a sinalização sobre o potencial risco dos seus clientes induziu os fornecedores a, por precaução, gerenciarem seu risco por meio da redução da alavancagem financeira⁸⁰.

⁸⁰ LI, Jay Y. e TANG, Dragon Yongjun, *The Leverage Externalities of Credit Default Swaps*, 6 de novembro de 2014, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2342478 (acesso em 30/12/2014).

3.8 – *Moral hazard* em operações de CDS

A tomada de risco é um comportamento de todos, mas em diferentes intensidades, conforme a maior ou menor aversão a riscos. As normas devem levar em consideração as suas consequências no comportamento de agentes econômicos racionais e maximizadores, de modo a evitar o *moral hazard*.

O *moral hazard* também pode ser denominado risco moral. Apesar da designação “moral”, não há nenhuma conotação moral nessa expressão. Tem como fundamento o fato de uma das partes agir de forma imprudente ou negligente, aumentando os custos ou reduzindo os benefícios da outra parte, que, por sua vez, não dispõe de recursos ou mecanismos para reduzir, impedir ou até mesmo identificar tal comportamento.

FERNANDO ARAÚJO define risco moral como “*a indefinível propensão para a produção de perdas por parte do indivíduo seguro*”⁸¹. Caracteriza-se o *moral hazard* quando a parte segurada influencia na probabilidade de ocorrência de determinado evento ou a intensidade do mesmo, evidenciando que a alocação de riscos afeta diretamente os incentivos das partes.

Nas operações com CDS em decorrência da transferência do risco⁸² de crédito há incentivos para que a contraparte transferidora do risco não realize adequada análise de crédito e conceda crédito a tomadores com baixa qualidade creditícia e muitas vezes com tomadores com os quais não realizaria este tipo de operação caso não pudesse transferi-la. Este é um dos motivos pelos quais houve nos Estados Unidos intensa expansão da concessão de financiamento imobiliário garantidos por hipotecas a credores considerados “*subprime*”, haja vista que os financiadores poderiam transferir tal risco de crédito a terceiros por meio do CDS e de securitização. Uma alternativa para mitigar o *moral hazard* seria vedar a completa transferência do risco de crédito, de modo quem realizou a operação creditícia deverá manter ao menos um percentual de seu risco de crédito.

Não há um percentual pré-definido que possa reduzir consideravelmente o *moral hazard*, pois o incentivo a comportamentos negligentes pode ter intensidades diferentes para cada contraparte. No entanto, podemos considerar que caso a contraparte transferidora do risco permaneça com mais da metade da operação creditícia, será maior a probabilidade

⁸¹ ARAÚJO, Fernando, *Teoria Econômica do Contrato*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 199.

⁸² Cf. alguns problemas decorrentes da transferência de risco de crédito. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Credit Risk Transfer: Developments from 2005 to 2007*, Basel Committee on Banking Supervision, julho de 2008, disponível em <http://www.bis.org/publ/joint21.pdf> (acesso em 30/12/2014).

de redução do *moral hazard* e de aumento na prudência na realização de operações de crédito.

Com o CDS há, ainda, incentivos para que a contraparte transferidora do risco de crédito negligencie o monitoramento do devedor. Referida contraparte apenas monitorará aqueles aspectos que desencadeiam o evento de crédito. Conforme será detalhado doravante, caso a entidade de referência esteja com problemas financeiros, ainda que temporários, haverá incentivos para precipitar ou interferir para a ocorrência do evento de crédito e recebimento a contraprestação pecuniária acordada no CDS.

3.9 – O mercado de derivativos de crédito: evolução e principais características

3.9.1 – Negociação de derivativos no mercado de balcão

No final de 2008 o mercado internacional de derivativos de balcão, no qual os derivativos de crédito são negociados, totalizou o valor nocional de 450 trilhões de dólares. Em 2009 a cifra já estava em 605 trilhões de dólares. O valor nocional mede o volume da atividade, mas não é adequado para medir a exposição a risco. Ainda que o valor nocional seja de fácil identificação e geralmente imutável ao longo da operação, utilizá-lo para medir risco enseja na sobrevalorização deste⁸³.

O *Bank for International Settlements* (BIS) indica dois valores que são medidas de exposição de risco mais consistentes do que os valores nocionais: o valor bruto de mercado (*gross market value*) ou valor de reposição (*replacement value*) e valor de exposição de crédito líquido (*net credit exposure*). O valor bruto de mercado refere-se ao valor estimado que deveria ser pago ou recebido para o desfazimento da operação. Em operações de derivativos tal valor é estimado entre 2% e 6% do valor nocional. Tendo como referência o mercado de derivativos de balcão cujas operações totalizam o valor nocional agregado de 605 trilhões de dólares, o valor bruto de mercado estaria entre 12,1 e 36,3 trilhões de dólares. O valor de exposição de crédito líquido, por sua vez, leva em consideração o valor

⁸³ SHIRVANI, Eraj, *The Future of the OTC Derivatives Market*, Discurso proferido na 4ª Conferência BM&FBOVESPA sobre Mercado Financeiro Internacional e Mercado de Capitais realizada em 29 de agosto de 2009, p. 4, transcrição disponível em <http://www2.isda.org/newsroom/speeches-and-articles/> (acesso em 30/12/2014).

a ser pago considerando os acordos de compensação bilaterais. Está estimado em 1% ou menos do valor nocional, o que atingiria aproximadamente 6,05 trilhões de dólares⁸⁴.

Vale destacar que as medidas supra não consideram eventuais garantias, que reduzem a exposição de crédito. A ISDA anualmente faz pesquisa acerca da evolução na utilização de garantias no mercado de balcão e constatou crescimento no volume da utilização de garantias.

Dentre as operações de derivativos de crédito realizadas no mercado de balcão em 2008 foi possível constatar que 66% delas contavam com garantias, havendo crescimento expressivo em comparação com 2003, ano no qual apenas 23% de tais operações eram garantidas. Destaque-se que 87% dos mais de 150 mil contratos de garantia (*collateral agreements*) corresponderam aos modelos elaborados pela ISDA⁸⁵.

3.9.2 – Evolução do mercado de derivativos de crédito

O *British Bankers' Association* (BBA), que começou a acompanhar o mercado de derivativos de crédito a partir de 1997, verificou que o valor total bruto em operações realizadas com derivativos de crédito ao final de 2004 totalizava 5 trilhões de dólares, enquanto que ao final de 2006 este valor atingia a cifra de 20 trilhões de dólares (em 2004 previa-se que em 2006 tal valor atingiria apenas 8,2 trilhões de dólares).

O Departamento de Controle do Meio Circulante norte-americano (*The Office of the Controller of the Currency*) calculou em 50% a taxa de crescimento anual do uso de derivativos de crédito por bancos americanos. As projeções do BBA para 2008 referentes ao valor total bruto de operações com derivativos de crédito é foi ordem de 33.1 trilhões de dólares⁸⁶.

No primeiro semestre de 2013 as operações de CDS negociadas no mercado de balcão totalizaram o valor nocional de 24 trilhões de dólares, o que representa pouco mais de 3% do volume nocional total de 693 trilhões de dólares deste mercado no período⁸⁷. Apesar do volume de operações com derivativos de crédito parecer insignificante,

⁸⁴ Idem.

⁸⁵ Ibidem, p. 5.

⁸⁶ BRITISH BANKERS' ASSOCIATION, *Credit Derivatives Report*, 2006, p. 5.

⁸⁷ Bank for International Settlements, *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-June 2013*, novembro de 2013, pp. 2; 10, disponível em http://www.bis.org/publ/otc_hy1311.pdf (acesso em 30/12/2014).

analisaremos no próximo Capítulo a relevância de tais instrumentos financeiros para a intensificação da crise de 2008.

Conforme o Gráfico 4 os derivativos de taxa de juros – que não são derivativos de crédito – foram os principais derivativos negociados no mercado de balcão, totalizando valor nominal de 577 trilhões de dólares no primeiro semestre de 2013⁸⁸. Podemos também dimensionar tal evolução do mercado de derivativos de crédito por meio do Gráfico 5, que contempla a comparação do crescimento do mercado de CDS com o mercado de derivativos que possuem ações como ativo subjacente.

Estes valores, no entanto, devem ser relativizados, pois não refletem necessariamente o total de risco de crédito em questão e o valor a ser efetivamente despendido caso todos os eventos de crédito ocorram ao mesmo tempo, conforme detalharemos adiante.

A ISDA realizou em 2009 pesquisa com as 500 maiores empresas globais que fazem parte do ranking Global 500 da revista Fortune e mais de 94% das empresas da amostra (471 empresas) relatam o uso de derivativos para a gestão de seus riscos. No que se refere à divisão por tipo de derivativo, 441 delas relatam que utilizam derivativos cambiais, 416 utilizam *swap* de taxa de juros, 240 utilizam derivativos referenciados a commodities, 143 utilizam derivativos referenciados a ações e 101 empresas reportam a utilização de derivativos de crédito⁸⁹.

O Gráfico 6 evidencia a importância do tema, demonstrando o crescimento exponencial do valor nominal das operações de CDS. O crescimento das operações com derivativos de crédito se deu a partir do ano 2000, o que coincide com a promulgação do *Commodities Futures Modernization Act* (CFMA), que legalizou todas as operações com derivativos negociadas no mercado de balcão nos Estados Unidos, independentemente de sua finalidade.

Após 2008 há abrupto decréscimo no valor nominal bruto negociado⁹⁰. Parece racional atrelar tal queda à crise de 2008, mas tal raciocínio não está totalmente correto. Referida redução no valor nominal bruto das operações deveu-se aos esforços para a realização da denominada compressão de carteira (*portfolio compression*), que consiste na

⁸⁸ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-June 2013*, novembro de 2013, p. 6, disponível em http://www.bis.org/publ/otc_hy1311.pdf (acesso em 30/12/2014).

⁸⁹ SHIRVANI, Eraj, *Op. cit.*, pp. 3-4.

⁹⁰ O valor nominal bruto nada mais é do que a soma do valor nominal de todas as operações de transferência e recepção de risco de crédito.

eliminação das operações que se compensavam mutuamente, como por exemplo quando uma parte recebe o risco de crédito de determinada entidade de referência e na sequência transfere este mesmo risco a uma terceira parte. Embora para o cálculo do valor notional haja a soma das duas operações, com a compressão de carteira podemos considerar que a posição está zerada, pois na ocorrência de um evento de crédito teremos uma parte que é ao mesmo tempo transferidora e receptora do risco de crédito. A compressão de carteira também é denominada de *netting* ou compensação, mas cabe destacar que não se trata do instituto da compensação prevista nos artigos 368 a 380 do Código Civil, pois na situação em questão a chamada compensação é realizada antes mesmo das dívidas serem líquidas e vencidas e não há duas partes que são ao mesmo tempo credoras e devedoras, mas sim três partes.

O objetivo é reduzir o valor notional total e o número de contratos em aberto, sem alterar a exposição líquida, o valor presente da carteira e os fluxos financeiros. É considerada a compensação de posições compradas e vendidas em uma carteira para que os diversos contratos vigentes e que se compensam mutuamente sejam extintos, substituídos por outros em menor número, e que carreguem o mesmo perfil de riscos e fluxo financeiro que a carteira inicial. A compressão de carteira resulta em redução dos riscos de crédito da contraparte e também dos riscos operacionais em se gerenciar diversos contratos (especialmente caso ocorra evento de crédito). Além disso, enseja redução na exigência de capital regulatório para as instituições financeiras, na medida em que é reduzido o valor notional total a que a entidade está exposta. Além disso, permite melhor percepção do tamanho do mercado de CDS e dos riscos envolvidos. A utilização de garantias também reduz o risco da contraparte e a exigência de capital regulatório.

Segundo informações da ISDA a compressão de carteira permitiu a eliminação de aproximadamente 90 trilhões de dólares de valor notional em operações com CDS⁹¹. A empresa TriOptima, provedora de produtos de infraestrutura de mercado e que oferece a compressão de carteira desde 2005 eliminou 68 trilhões de dólares em valor notional até maio de 2010 e as empresas Creditex e Markit, provedoras do mesmo tipo de serviço, eliminaram entre 2008 e outubro de 2010 cerca de 6,6 trilhões de dólares em valor notional⁹².

⁹¹ ISDA, *ISDA Final 2014*, p. 8, disponível em <http://www2.isda.org/about-isda/isda-overview/> (acesso em 30/12/2014).

⁹² ISDA, *Portfolio Compression, CDS Marketplace*, disponível em http://www.isdacdsmarketplace.com/market_statistics/portfolio_compression (acesso em 30/12/2014).

A ISDA afirma que por meio da compressão de carteira e da utilização de contrapartes centrais (26 trilhões de dólares em operações com CDS foram liquidadas por contrapartes centrais até 2012⁹³) foi possível reduzir em mais de 75% o tamanho do mercado de CDS⁹⁴. Interessante notar que a despeito de sua relevância o CDS, que até mesmo foi considerado o causador da crise de 2008, corresponde a 3,6% do mercado de derivativos de balcão. Em 2013 enquanto o valor nocional bruto das operações em vigor de derivativos de balcão correspondeu a 693 trilhões de dólares, as operações de CDS totalizaram 25 trilhões de dólares⁹⁵.

Importante comparar também o valor bruto e líquido da exposição em operações de CDS. No ano de 2011 o valor nocional bruto de operações de CDS totalizou 26 trilhões de dólares, enquanto que o valor líquido representou pouco mais de 10% disso, correspondendo a apenas 2,7 trilhões de dólares, sendo esse o valor a ser efetivamente despendido caso haja evento de crédito com todas as entidades de referência ao mesmo tempo e caso a taxa de recuperação para cada um destes créditos seja zero⁹⁶.

Apenas para exemplificar, com a transferência de risco no valor de 100 milhões de dólares contra o risco de crédito da entidade de referência **X** e com a posterior recepção deste mesmo risco no mesmo valor e relacionado à mesma entidade de referência, o valor reportado seria 200 milhões de dólares. O valor nocional líquido, por sua vez, considera apenas o valor líquido de exposição transferida, de modo que no exemplo acima se reportaria o valor de 100 milhões de dólares, não obstante economicamente as exposições se anulem. Refere-se ao maior valor que poderia ser transferido entre transferidores líquidos e receptores líquidos na ocorrência de evento de crédito⁹⁷. [Vide Tabela 1]

Observamos que Londres e Nova York são as principais praças de negociação destes produtos financeiros, somando quase a totalidade do volume destas operações, conforme a Tabela 2.

⁹³ ISDA, *CDS FAQ*, CDS Marketplace, disponível em http://www.isdacdsmarketplace.com/about_cds_market/cds_faq#faq (acesso em 30/12/2014).

⁹⁴ ISDA, *Clearing and Portfolio Compression*, ISDA Focus, disponível em <http://www2.isda.org/clearing-and-portfolio-compression/> (acesso em 30/12/2014).

⁹⁵ *ISDA Final 2014*, p. 4, disponível em <http://www2.isda.org/about-isda/isda-overview/> (acesso em 30/12/2014).

⁹⁶ ISDA, *CDS FAQ*, loc. cit.

⁹⁷ SHIRVANI, Eraj, *Op. cit.*, p. 6.

3.9.3 – Participantes do mercado

Internacionalmente os principais negociadores de derivativos de crédito são os bancos e seguradoras, com destaque para o crescimento da participação de *hedge funds*. Não obstante os vultosos valores envolvidos, referido mercado ainda é muito concentrado em poucos participantes. [Vide Tabelas 3, 4 e 5]

A concentração do mercado torna-se mais preocupante ao se pensar na importância e no risco sistêmico que é ampliado com a utilização de derivativos de crédito a descoberto, ou seja, a transferência do risco de crédito de um ativo que não é (e pode nunca vir a ser) titularizado pelo transferidor do risco. Poucas instituições ampliam o risco para todo o sistema. Não parece plausível pensar que todas as instituições financeiras, as seguradoras e os *hedge funds* realizem operações no mercado de derivativos de crédito apenas para fins de *hedge*, ou seja, em situações nas quais estão efetivamente expostas ao risco de crédito de determinada contraparte.

A concentração do mercado de derivativos de crédito pode ser explicada pela especialização de seus agentes e também em virtude dos custos de transação para adequadamente obter informações e precificar o risco de crédito de uma entidade de referência. Tal precificação é realizada essencialmente por bancos ao decidirem o montante a ser emprestado aos seus clientes e a taxa a ser cobrada. As seguradoras, embora nem sempre avaliem risco de crédito, utilizam diariamente cálculos atuariais para precificar uma série de eventos. Ademais, as análises realizadas pelas agências de classificação de risco tiveram papel importante no apoio às avaliações de bancos e seguradoras.

Outro fator que explica a concentração é o porte das instituições, uma vez que inspiram maior confiabilidade aos transferidores e receptores do risco no que se refere ao pagamento do valor avençado na ocorrência de evento de crédito. Em 2005 as 10 principais instituições financeiras (por número de operações) respondiam por 66% das atividades deste mercado. Tal concentração se evidenciava quando era avaliado o volume de operações com derivativos de crédito, pois referidas instituições representavam 86% do volume de transferência e recepção de risco⁹⁸. Tamanha concentração do mercado faz surgir preocupações com sua liquidez caso os principais participantes saiam deste mercado.

⁹⁸ FITCH RATINGS, *Global Credit Derivatives Survey: Indices Dominate Growth as Banks' Risk Position Shifts*, 2006, p. 7.

Tais informações vão de encontro à afirmação de que os derivativos de crédito são considerados instrumentos que permitem a dispersão de riscos. Na verdade o que observamos é a concentração de riscos em poucos participantes⁹⁹.

Não procede em sua integralidade a crítica de que os derivativos de crédito estariam alocando riscos para fora do sistema financeiro. Por outro lado, considerando a possibilidade de securitização de derivativos de crédito e, conseqüentemente, a venda de valor mobiliário lastreado em tais operações, a depender da localização dos investidores os riscos de operações realizadas em um país podem ser alocados em outros. Por tal motivo verificamos que na crise de 2008 houve a globalização dos riscos das operações *subprime* norte-americanas¹⁰⁰.

3.9.4 – Instrumentos negociados

O mercado de derivativos de crédito é caracterizado pela constante inovação. A todo momento novos tipos de derivativos de crédito são desenvolvidos e negociados, mas em geral tais instrumentos financeiros são variações e sub categorias do CDS.

O derivativo de crédito mais negociado de 2000 a 2008 foi o CDS, com participação de 29% do valor nocional total negociado em 2008, sendo que os derivativos de crédito que tinham índices como ativo subjacente também tiveram participação de 29% no mesmo ano. Em 2011 o *single name* CDS teve participação de 57% do mercado de derivativos de crédito e os derivativos de crédito que tinham índices como ativo subjacente corresponderam a 35% deste mercado¹⁰¹. [Vide Tabela 6]

⁹⁹ AVINASH PERSAUD conclui que as operações de derivativos de crédito não melhoram a dispersão de riscos, mas realizam sua transferência de bancos para seguradoras e dos Estados Unidos para Europa. Cf. *Credit Derivatives, Insurance Companies and Liquidity Black Holes*, Geneva Papers on Risk and Insurance, vol. 29, pp. 300-312, Abril de 2004, disponível em https://www.genevaassociation.org/media/241644/ga2004_gp29%282%29_persaud.pdf (acesso em 30/12/2014).

¹⁰⁰ POSNER, Richard A., *A Failure of Capitalism: The crisis of '08 and the descent into depression*, Harvard University Press, 2009, p. 55.

¹⁰¹ ISDA, *CDS FAQ*, loc. cit.

3.9.5 – Rating de crédito dos ativos subjacentes cujo risco de crédito foi transferido

Enquanto em 2002 apenas 8% das entidades cujo risco de crédito foi transferido eram classificadas como abaixo de grau de investimento, verificamos que em 2005 houve crescimento de quase 400% no volume de risco de crédito transferido relativo a entidades abaixo do grau de investimento.

Com isso podemos concluir, ainda que parcialmente, que os derivativos de crédito estão sendo utilizados mais intensamente como forma de gestão de riscos, uma vez que estão sendo transferidos os riscos de crédito das entidades de referência com pior classificação de crédito, bem como que estão sendo realizadas mais operações creditícias com credores com classificação abaixo de grau de investimento, podendo ser reflexo do *moral hazard* gerado pelas operações com derivativos de crédito. [Vide Gráficos 7 e 8]

3.9.6 – Prazo das operações

O prazo das operações com derivativos de crédito tende a seguir o prazo da operação creditícia realizada com a entidade de referência para não haver descasamento. No entanto, nada impede que se transfira ou recepcione risco de crédito por prazo inferior. [Vide Gráfico 9]

3.9.7 – Mercado brasileiro de derivativos de crédito

Não obstante o evidente crescimento e relevância deste mercado, observamos que no Brasil é pouco expressivo o volume de operações com derivativos de crédito. Essa situação é reflexo do incipiente desenvolvimento do mercado de crédito brasileiro, dado o longo período de inflação que vivenciamos há algumas décadas atrás. Os grandes bancos priorizavam o financiamento da dívida interna do país, por proporcionar altas taxas de retorno com relativamente baixo risco de crédito. A estabilidade econômica decorrente do Plano Real trouxe maiores preocupações com a adoção de práticas mais avançadas de análise de crédito e gestão de riscos. Verificamos que na última década houve a expansão

do crédito imobiliário, do crédito para consumo e aquisição de automóveis, bem como do crédito advindo de bancos públicos¹⁰². A maior concessão de empréstimos deveria ser seguida pelo desenvolvimento de um mercado secundário para negociar os créditos deles decorrentes. No Brasil a alavancagem de crédito nunca foi tão alta na economia, tendo em vista nossas historicamente elevadas taxas de juros.

Comparando-se a alavancagem de crédito, ou seja, a relação entre crédito concedido e PIB, verifica-se que no Brasil a alavancagem de crédito correspondeu a aproximadamente 57%¹⁰³ do PIB em 2012, diferentemente do que ocorre com Chile (100%), Espanha (192%), Alemanha (101%), Reino Unido (177%), Japão (179%) e Estados Unidos (184%, mas chegou a 206% em 2007)¹⁰⁴.

Ao mesmo tempo em que os derivativos de crédito permitiram o crescimento do mercado creditício em países desenvolvidos, podemos notar que o desenvolvimento de tal mercado pressupõe um mercado de crédito que já seja forte para que os riscos deles decorrentes sejam negociados.

O próprio mercado brasileiro de derivativos ainda é pouco sofisticado em comparação com os mercados norte-americano e europeu. Em agosto de 2006 dentre os derivativos negociados 87% deles não eram customizados. MARCELO MAZIERO aponta os seguintes fatores como depressores da evolução do mercado de derivativos, os quais também se aplicam ao desenvolvimento do mercado de derivativos de crédito¹⁰⁵:

Aspectos macroeconômicos: (a) alta taxa de juros, que cria desestímulos para investidores buscarem maior rentabilidade por meio de instrumentos financeiros mais sofisticados; (b) pouco desenvolvimento do mercado de crédito, com pouca transparência na avaliação do preço do crédito e (c) pouca alavancagem do mercado de crédito, não havendo a necessidade de realocar risco de crédito no sistema. Podemos acrescentar o pouco desenvolvimento do mercado secundário de crédito como fator que dificulta o crescimento do mercado de derivativos de crédito.

Aspectos culturais: (a) pouca gestão de risco em empresas, com a consequente baixa demanda por derivativos, o que fazia com que tais operações fossem mais caras,

¹⁰² DANA, Samy; GALA, Paulo, *Alavancagem no Brasil e no Mundo*, 12 de outubro de 2013, Folha de São Paulo, disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/colunas/carodinho/2013/10/1355807-alavancagem-no-brasil-e-no-mundo.shtml> (acesso em 30/12/2014).

¹⁰³ Em 2002 quando os derivativos de crédito foram regulados no país a alavancagem de crédito era de aproximadamente 20%. Cf. DANA, Samy; GALA, Paulo, *Op. cit.*, loc cit.

¹⁰⁴ Cf. site do Banco Mundial contendo o histórico da alavancagem de crédito de todos os países. <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS> (acesso em 30/12/2014).

¹⁰⁵ MAZIERO, Marcelo, *Perspectivas do Mercado de Derivativos de Balcão*, Apresentação para o 1º Seminário Internacional sobre Renda Fixa em Mercado de Balcão, realizado em 29.09.2006, pp. 4 - 9.

gerando um ciclo vicioso e (b) restrições ao mercado local por parte das empresas multinacionais estrangeiras, ou seja, o receio em realizar no país as mesmas operações que realizavam no mercado de origem. Notamos também a pouca sofisticação tanto das empresas quanto das operações com derivativos realizadas no país.

Aspectos regulatórios e fiscais: (a) falta de uniformidade entre as modalidades de contabilização de derivativos, o que pode gerar problemas de precificação; (ii) tributação complexa e onerosa; (c) restrições a “combos” de derivativos e derivativos estruturados que envolvem securitização e (d) restrições relacionadas aos tipos de operações que fundos de investimento podem realizar para a mitigação de risco de crédito¹⁰⁶. Observamos que a regulação nacional dos derivativos de crédito é bastante restritiva, de modo que as instituições financeiras preferem realizar estas operações por meio de suas filiais e subsidiárias estrangeiras.

SERGIO MYCHKIS GOLDSTEIN destaca que um dos fatores que prejudica este mercado refere-se às restrições do CMN em relação às instituições que podem recepcionar riscos de crédito¹⁰⁷. Aponta que para o desenvolvimento do mercado local de derivativos de crédito é importante que investidores institucionais, principalmente seguradoras, possam atuar como receptores de risco de crédito. Aponta que tais investidores são dotados da competência necessária para atuar no mercado de derivativos de crédito, uma vez que estão autorizados a atuar em praticamente todo o mercado financeiro, inclusive nos sofisticados mercados de futuros e opções. O fato de serem participantes ativos nos mercados de títulos e ações demonstra a capacitação destes para a análise de empresas e de riscos de crédito. Ademais, são estes investidores supervisionados pela CVM, SUSEP e pelo BACEN, de modo a impedir que adotem comportamentos prejudiciais ao mercado, como por exemplo manipulação de preços, utilização de informações privilegiadas, etc. No âmbito internacional são estes agentes, ao lado de seguradoras e fundos de investimentos, indispensáveis para a liquidez deste mercado¹⁰⁸.

As restrições à realização de operações com derivativos de crédito a descoberto poderia ser outro fator depressor deste mercado, fazendo com que o CDS, em especial, concorra com outros instrumentos de transferência de risco de crédito, tal como a cessão de

¹⁰⁶ Cf. artigo 5.º da Resolução CMN n.º 3312, de 31 de agosto de 2005, que trata de operações de proteção (*hedge*) realizadas com instituições financeiras do exterior ou em bolsas estrangeiras e exclui do seu âmbito operações de *hedge* realizadas por fundos de investimento de qualquer natureza.

¹⁰⁷ GOLDSTEIN, Sergio Mychkis, *Op. cit.*, p. 66.

¹⁰⁸ *Ibidem*, p. 73.

crédito e com mecanismos de garantia contra os efeitos da concretização do risco, tal como o seguro de crédito.

Passados mais de dez anos das ponderações de SERGIO MYCHKIS GOLDSTEIN, verificamos que a regulação nacional – apesar de mais restritiva em comparação com o cenário desregulado norte-americano e europeu pré-crise de 2008 – foi importante para que a crise não tivesse as mesmas proporções no país. Além disso, considerando que os derivativos de crédito não são instrumentos de garantia, mas de transferência de risco de crédito, entendemos não ser adequado que estes riscos originados no sistema bancário sejam transferidos para entidades que não estão adstritas à mesma regulação que instituições financeiras, ainda que possam ser qualificadas para realizar análise creditícia.

GREGORY R. DUFFEE e CHUNSHENG ZHOU afirmaram que quando mercados são incompletos a abertura de um novo mercado pode resultar em situação pior para todos, como ocorre com o mercado de derivativos de crédito. Demonstram tal assertiva por meio da assimetria informacional quando bancos realizam empréstimos e, posteriormente, tentam vendê-los, por possuírem informações privadas sobre a qualidade e solvência do tomador¹⁰⁹. Assim, os receptores de risco de crédito passam a exigir preços cada vez mais elevados para compensar a assimetria informacional acerca dos riscos envolvidos. Este é um dos motivos pelos quais é imprescindível o papel das entidades de regulação e autorregulação para estabelecer regras mínimas para atuação nestes mercados, de modo a evitar a seleção adversa.

GREGORY R. DUFFEE e CHUNSHENG ZHOU finalizam seu estudo concluindo que considerando que a magnitude da assimetria informacional relacionada a um empréstimo varia durante a sua vigência, a utilização de derivativos de crédito para transferir o risco quando há menor assimetria pode ser benéfica. Entendem que se antes da introdução do mercado de derivativos de crédito o problema da assimetria informacional não era de tal modo severo para limitar a utilização do mercado de venda de créditos, a introdução do mercado de derivativos de crédito pode ser prejudicial. O novo mercado pode alterar a expectativa dos investidores com relação à qualidade dos empréstimos negociados e alterar o equilíbrio do mercado de venda de créditos, tornando-o sem utilidade e deixando os bancos em situação pior do que a que se encontravam.

¹⁰⁹ DUFFEE, Gregory R.; ZHOU, Chunsheng, *Credit Derivatives in Banking: Useful Tools for Loan Risk Management?*, Federal Reserve Board, 1997, p. 2., disponível em <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1997/199713/199713pap.pdf> (acesso em 30/12/2014).

Observam que o crescimento da transferência de riscos possibilitada pelos derivativos de crédito não significa que tais instrumentos sejam benéficos, sendo que a análise deverá ser empírica e não teórica. O potencial valor do mercado de derivativos de crédito depende em parte de como o mercado de venda de créditos é utilizado para transferir os riscos de empréstimos nos quais os bancos originadores possuem informações privadas¹¹⁰. Melhor seria dizer que o benefício em se ter um mercado de derivativos de crédito depende do modo como os agentes econômicos apreçam esse risco com base nas informações que dispõem.

¹¹⁰ Ibidem, pp. 28-29.

CAPÍTULO 4 – DERIVATIVOS DE CRÉDITO: DA ADMINISTRAÇÃO À CRIAÇÃO DE RISCOS

4.1 – A não regulação dos derivativos de crédito nos Estados Unidos e a crise de 2008

“An example more immediate to current regulatory concerns is the issue of regulation and disclosure in the over-the-counter derivatives market. By design, this market, presumed to involve dealings among sophisticated professionals, has been largely exempt from government regulation. In part, this exemption reflects the view that professionals do not require the investor protections commonly afforded to markets in which retail investors participate. But regulation is not only unnecessary in these markets, it is potentially damaging, because regulation presupposes disclosure and forced disclosure of proprietary information can undercut innovations in financial markets just as it would in real estate markets.”¹¹¹

Alan Greenspan, Presidente do *Federal Reserve*, setembro de 2002¹¹²

“Credit-default swaps, I think, have serious problems associated with them.”¹¹³

¹¹¹ Tradução livre: “Um exemplo mais imediato das atuais preocupações regulatórias refere-se ao problema da regulação e divulgação no mercado de derivativos de balcão. Por definição, este mercado, que se presume que envolve negócios entre profissionais sofisticados, tem sido largamente isento de regulação governamental. Em parte, esta isenção reflete a visão de que profissionais não exigem as proteções de investidor comumente oferecidas aos mercados nos quais investidores de varejo participam. Mas a regulação não é apenas desnecessária nesses mercados, é potencialmente prejudicial, porque a regulação pressupõe a divulgação e a divulgação forçada de informações pode minar inovações nos mercados financeiros, tal como em mercados imobiliários”.

¹¹² Discurso de Alan Greenspan, *Regulation, Innovation and Wealth Creation*, Federal Reserve, 25 de setembro de 2002, disponível em <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/200209252/default.htm> (acesso em 30/12/2014).

¹¹³ Tradução livre: “Credit-default swaps, eu acho que tenho sérios problemas associados a eles”.

*“Excluding credit default swaps, derivatives markets are working well.”*¹¹⁴

Alan Greenspan, Ex-Presidente do *Federal Reserve*,
discursando no Conselho de Relações Exteriores
em Washington, outubro de 2008¹¹⁵

As principais justificativas para a não regulação das operações com derivativos de crédito nos Estados Unidos referem-se tanto à visão política e ideológica dos congressistas, que queriam evitar que operações deixassem o país para serem realizadas em mercados não regulados, quanto aos *lobbies* realizados pela indústria financeira em prol da não regulação¹¹⁶.

Entre 1998 e 2008 os bancos comerciais e de investimento, seguradoras, *hedge funds* e empresas que atuam no ramo imobiliário despenderam aproximadamente 1,7 bilhões de dólares em contribuições políticas e 3,4 bilhões de dólares com lobistas. No primeiro semestre de 2009 a indústria financeira gastou 224 milhões de dólares em *lobby*¹¹⁷.

Os Estados Unidos por mais de dois séculos regulou derivativos utilizando dois métodos: (i) quando a negociação era realizada em bolsa, tornava-se possível a supervisão pela própria bolsa, pela *Commodities Futures Trading Commission* (CFTC) e pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) e (ii) as negociações realizadas no mercado de balcão eram desencorajadas pela: (a) regra na *common law* denominada “*rule against difference contracts*”¹¹⁸ (regra contra contratos diferenciais); e pela (b) necessidade de haver um interesse segurável, de modo que para se executar a operação de derivativo perante a corte era necessário provar a existência de interesse econômico no ativo

¹¹⁴ Tradução livre: “Excluindo os credit default swaps, o mercado de derivativos está indo bem”.

¹¹⁵ BARR, Alistair, “*Greenspan Sees ‘Serious Problems’ with CDS*”, Marketwatch.com, 23 de outubro de 2008, disponível em <http://www.marketwatch.com/story/greenspan-says-credit-default-swaps-have-serious-problems> (acesso em 30/12/2014).

¹¹⁶ Cf. MAXFIELD, Sylvia, *Lessons from the History of Over-the-Counter Derivatives Regulation*, disponível em http://www.euce.org/eusa/2011/papers/12e_maxfield.pdf (acesso em 30/12/2014).

¹¹⁷ BAKER, Collen M., *Regulating the Invisible: The case of Over-The-Counter Derivatives*, Notre Dame Law Review, vol. 854, 2010, p. 1311, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1739882 (acesso em 30/12/2014).

¹¹⁸ Em 1884 a Suprema Corte dos Estados Unidos julgou o caso *Irwin v. Williar* (110 U.S. 499) e decidiu pela aplicação de determinadas regras do Direito dos Contratos aos contratos de derivativos, os quais eram chamados de contratos diferenciais (*difference contracts*), pois no caso em questão se tratava de operação para entrega de bens em data futura na qual a liquidação não se daria com a entrega dos bens, mas pela diferença entre o preço contratado e o preço de mercado.

subjacente e que a operação havia sido realizada para proteger tal interesse. Os contratos com finalidades puramente especulativas não eram proibidos, mas não poderiam ser executados judicialmente, o que era reservado às operações de *hedge* contra risco real e pré-existente. Assim, não seria passível de execução judicial operações realizadas a descoberto, tais como aquelas que levaram à falência¹¹⁹ da AIG.

As regras supra citadas fizeram com que as negociações com derivativos realizadas no mercado de balcão tivessem crescimento moderado. Em 1986 este modelo começou a ser desmantelado quando o Reino Unido revogou a regra contra contratos diferenciais e tornou todos os contratos de derivativos juridicamente executáveis, independentemente se realizados para fins de *hedge* ou especulação.

Em virtude das restrições legais os especuladores resolveram privadamente o problema da exequibilidade das operações de derivativos ao transferirem suas operações para bolsas de commodities, entidades privadas que permitiriam a exequibilidade dos contratos realizados em seu ambiente, independentemente da recusa dos tribunais¹²⁰.

Em decorrência de alegações de manipulação e fixação de preços no mercado futuro de *commodities*, em 1922, para regular as bolsas de mercadorias e futuros, foi promulgado o *Grain Futures Act*, que foi reeditado em 1936 como o *Commodity Exchange Act* e emendado em 1974 para a criação da CFTC, a qual tem desde os anos 70 do século passado rixa com a SEC¹²¹ pela disputa da regulação de determinadas operações. A briga entre tais órgãos reguladores se dá em torno do conceito de “*security*”, gerando relevantes impactos na regulação dos derivativos tanto em virtude de conflito de competências quanto de lacunas, que tendem a aumentar, especialmente com as inovações financeiras em matéria de valores mobiliários. O resultado consiste em oportunidades de arbitragem regulatória com redução do nível de supervisão¹²².

O CEA, que trata da competência da CFTC, e os *Securities Act* (*Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934, que criou e estabeleceu as competências da SEC) foram emendados várias vezes para expandir ou limitar a competência regulatória sobre derivativos. O CEA foi emendado para conceder à CFTC, adicionalmente à

¹¹⁹ Utilizamos o termo falência ao invés de insolvência em virtude da AIG e de seguradoras e instituições financeiras norte-americanas estarem sujeitas ao *Bankruptcy Code* norte-americano, mais especificamente ao Capítulo 11, que trata da falência.

¹²⁰ STOUT, Lynn A., *Derivatives and the legal origin of the 2008 credit crisis*, *Harvard Business Law Review*, vol. 1, 2011, p. 12, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1874806 (acesso em 30/12/2014).

¹²¹ Ibidem, pp. 15, 18.

¹²² BAKER, Collen M., *Op. cit*, p. 1314.

competência sobre commodities agrícolas, competência exclusiva para a regulação de contratos futuros e opções relativos a determinados ativos subjacentes, o que gerou incertezas sobre a aplicação do CEA ou do *Securities Act* sobre derivativos negociados no mercado de balcão. Não obstante tais incertezas, muitas operações no mercado de balcão eram estruturadas de modo a estarem isentas ou excluídas da regulação¹²³.

Em 1982 por meio do *Shad-Johnson Accord* entre a SEC e a CFTC houve a divisão da competência regulatória sobre derivativos de balcão, de modo que a SEC teria competência sobre valores mobiliários e opções sobre valores mobiliários e a CFTC teria competência sobre a maioria dos demais derivativos. No entanto, os conflitos continuaram e em 1985 a CFTC declarou competência sobre os instrumentos considerados híbridos¹²⁴.

Objetivando dar certeza jurídica às operações de *swap* de taxa de juros, de modo que sua realização não ficasse restrita ao ambiente de bolsa, em 1989 a CFTC declarou que não regularia as operações de *swap* e tais operações foram consideradas lícitas no mercado de balcão. Em 1992 o Congresso editou o *Futures Trading Practices Act* e concedeu autoridade à CFTC para eximir vários tipos de derivativos do CEA, incluindo operações de *swap* e instrumentos híbridos, sendo que em 1993 a CFTC utilizou tal autoridade para formalmente excluir os *swaps* negociados no mercado de balcão do CEA, de modo que pela primeira vez na história operações de *swap* de taxa de juros realizadas fora de bolsas foram declaradas legais e exequíveis¹²⁵.

Em 1998 a CFTC emitiu o *Concept Release on Over-the-Counter Derivatives* que tratava da regulação sobre os *swaps* e sobre os intermediários (*dealers*) que negociavam derivativos no mercado de balcão, de modo que a reação não foi amistosa, causando incerteza no mercado, o que fez com que o Congresso norte-americano proibisse a CFTC de temporariamente emitir qualquer norma, interpretação ou declaração que restrinja ou regule operações de *swaps* e instrumentos híbridos. O resultado foi a crescente incerteza em tais mercados e a migração de negócios da *Chicago Board of Trade* para as bolsas de Londres, Frankfurt e Hong Kong¹²⁶.

A reação do Congresso gerando incerteza e a perda de negócios foi o estopim para o *Commodities Futures Modernization Act* (CFMA) de 2000, que eliminou mais de um século de restrições e tornou lícitas todas as operações com derivativos negociadas no

¹²³ Ibidem, pp. 1312, 1315.

¹²⁴ Ibidem, pp. 1312-1313.

¹²⁵ STOUT, Lynn A., *Derivatives (...)*, pp. 15-20.

¹²⁶ BAKER, Collen M., *Op. cit.*, pp. 1313-1314.

mercado de balcão¹²⁷, independentemente de sua finalidade de *hedge* ou especulativa, declarando que estas não estariam sujeitas às regras de direito contratual e poderiam ser exequíveis ainda que não realizadas em bolsas¹²⁸.

O CFMA estabeleceu também que referidas operações não estariam sujeitas à supervisão da CFTC, da SEC e ao *Commodity Exchange Act* (CEA). Operações de CDS se qualificavam como operações com derivativos que estavam excluídas do âmbito do CEA, pois (i) eram realizadas fora de bolsa ou ambiente similar; (ii) eram realizadas entre determinadas partes elegíveis e (iii) tinham como ativo subjacente *commodity* excluída do âmbito do CEA, que no caso eram os títulos de dívida. Deste modo, as operações de CDS estavam apenas sujeitos às leis estaduais antifraude. Operações de *swap*, futuros e opções, bem como outros derivativos negociados entre investidores qualificados, foram excluídos do conceito de “*security*” constante dos *Securities Act*¹²⁹.

Embora o CDS em si não tenha sido regulado, o *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) tinha competência para supervisionar as operações de CDS de determinadas seguradoras e instituições financeiras que estavam sob sua égide e até mesmo publicava relatórios trimestrais relativos ao uso de derivativos por tais instituições. A regulação da OCC incluía a análise diária das operações de CDS e do risco das contrapartes das instituições financeiras. O *Federal Reserve* também tinha competência para supervisionar as operações de CDS, na medida e que eram relevantes para a estabilidade do sistema bancário¹³⁰. Conclui-se que ainda que não tenha havido a regulação do CDS em si, algumas das instituições que negociavam tal derivativo de crédito eram reguladas, o que evidencia a falha de tais reguladores em frear a excessiva tomada de riscos e alavancagem por parte de seus regulados.

O CFMA buscou eliminar o medo de que as operações com derivativos de crédito deixassem de ser realizadas nos Estados Unidos, passando a se desenvolver em países nos quais tais instrumentos financeiros não eram regulados. Referida norma seguiu as recomendações de 1999 do Grupo de Trabalho do Presidente para o Mercado Financeiro

¹²⁷ A ISDA teria feito lobby para a promulgação do CFMA, havendo até mesmo quem afirmasse que foi ela quem produziu o texto de tal norma. O papel desempenhado pela ISDA teria sido mais um dos fatores favoráveis à promulgação do CFMA, que fez com que a ISDA passasse a ser a única entidade a regular (no caso autorregular) os derivativos de crédito. Cf. RAUTERBERG, Gabriel V.; VERSTEIN, Andrew, *Assessing Transnational Private Regulation of the OTC Derivatives Market: ISDA, the BBA, and the Future of Financial Reform*, Virginia Journal of International Law, vol. 54:1, p. 28, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2389371> (acesso em 30/12/2014).

¹²⁸ STOUT, Lynn A., *Derivatives (...)*, *Op. cit.*, p. 23.

¹²⁹ SHADAB, Houman B., *Op. cit.*, pp. 420-421.

¹³⁰ *Ibidem*, pp. 421-422.

(*President's Working Group on Financial Markets*) – liderado pelo Secretário do Tesouro norte-americano, e com participação do presidente da SEC, do *Federal Reserve*, da CFTC –, segundo o qual os derivativos negociados bilateralmente entre contrapartes sofisticadas não deveriam ser regulados, tornando o mercado de derivativos norte-americano mais atrativo¹³¹.

O próprio CFMA¹³² em seu artigo 2º, item 8, previa que um de seus propósitos era melhorar a posição competitiva das instituições financeiras e do mercado financeiro dos Estados Unidos. É curioso notar que no item 6 do mesmo artigo há a menção de que também é um dos propósitos do CFMA promover inovação em operações de futuros e de derivativos, bem como reduzir o risco sistêmico por meio do aumento da certeza jurídica nos mercados futuros e de derivativos. Oito anos depois verificou-se que o resultado de tal *race to the bottom* não foi satisfatório e que o CFMA embora tenha aumentado o fluxo de operações de derivativos de crédito para o mercado norte-americano, aumentou também o risco sistêmico.

Apenas a título de comparação, no cenário regulatório no Reino Unido, principal alternativa para a realização de operações com derivativos fora dos Estados Unidos, verificamos que o *Financial Services Act* de 1986 e o *Financial Services and Markets Act* de 2000 isentaram de regulação a maioria das operações com derivativos. Ao invés de regular e restringir tais operações os reguladores optaram por impor restrições às partes que estavam autorizadas a realizar tais operações. Quando as operações eram realizadas por partes autorizadas em nome de seus clientes, estas deveriam assegurar a adequação ao perfil de risco destes (*suitability*), bem como que todas as informações acerca do risco envolvido haviam sido fornecidas¹³³.

No final de 1999 o valor nocional dos derivativos negociados no mercado de balcão totalizou aproximadamente 88 trilhões de dólares, havendo crescimento de mais de sete vezes até 2008, quando o valor nocional totalizou 670 trilhões de dólares¹³⁴. Menos de uma década depois da edição CFMA os derivativos de crédito foram considerados os protagonistas e amplificadores da mais intensa crise ocorrida desde 1929.

¹³¹ CHANDER, Anupam; COSTA, Randall, *Op. cit.*, p. 21.

¹³² O texto integral do CFMA está disponível em <https://www.govtrack.us/congress/bills/106/hr4541/text> (acesso em 30/12/2014).

¹³³ CHANDER, Anupam; COSTA, Randall, *Op. cit.*, p. 23.

¹³⁴ STOUT, Lynn A., *Derivatives (...)*, *Op. cit.*, p. 21.

LYNN A. STOUT aponta que enquanto a crise não era previsível para os economistas, poderia sê-lo para os juristas¹³⁵, dado que suas raízes não estariam nas alterações no mercado, mas sim na lei, especialmente no CFMA¹³⁶. Por opção legislativa os derivativos que eram regulados passaram a não sê-lo e é a partir desse momento que há um vertiginoso crescimento das operações com os derivativos, em especial com os derivativos de crédito, desde os mais simples (*single name CDS*¹³⁷), até os mais complexos, havendo também a utilização dos derivativos de crédito para compor a carteira e viabilizar operações securitizadas, inclusive aquelas que tinham por lastro financiamentos imobiliários concedidos a credores considerados *subprime* e que, conforme se verá adiante, tiveram papel fundamental para a ocorrência da crise de 2008¹³⁸.

A autora citada afirma que a história nos mostra que a regulação bem sucedida das operações com derivativos não é baseada apenas no monitoramento por parte de alguma autoridade ou na proibição a qualquer operação de derivativo. Propõe não ser necessário sujeitar o mercado de derivativos a uma supervisão centralizada que intervirá no mercado discricionariamente. Ressalta que os mercados de derivativos são adequadamente regulados por meio de uma série de procedimentos já anteriormente testados, que incluem a proteção da utilização de derivativos para fins de *hedge* e desincentivo de operações especulativas, exigência de prestação de informações, requisitos para a listagem, exigências de depósito de margem, limites aos valores das posições, exigência de interesse segurável e imposição de limites à exequibilidade de certas operações. O exemplo mais óbvio é a atuação CFTC desde 1974 sob o CEA na regulação dos derivativos referenciados a commodities, de modo a trazer segurança e previsibilidade aos agentes econômicos¹³⁹.

A não regulação dos mercados de derivativos tem sido associada a quatro perigos para a economia: (i) bolhas nos preços de ativos; (ii) aumento de riscos; (iii) redução a produtividade econômica ao utilizar recursos escassos fora das atividades que contribuem

¹³⁵ Cf. MCBARNET, Doreen, *Financial Engineering or Legal Engineering? Legal Work, Legal Integrity and the Banking Crisis*, The Future of Financial Regulation, Iain MacNeil and Justin O'Brien, eds., Oxford Hart, 2010; University of Edinburgh School of Law Working Paper n.º 2010/02, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1546486 (acesso em 30/12/2014).

¹³⁶ STOUT, Lynn A., *How Deregulating Derivatives Led to Disaster and Why Re-Regulating Them can Prevent Another*, Lombard Street, vol. 1, n.º 7, 2009; UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper n.º 09-13, p.4., disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1432654 (acesso em 30/12/2014).

¹³⁷ CDS na qual há a transferência do risco de crédito relativo a apenas uma entidade de referência.

¹³⁸ Cf. GLINAVOS, Ioannis, *Regulation and the Role of Law in Economic Crisis*, paper apresentado no WG Hart Legal Workshop Institute of Advanced Legal Studies, Londres, 25 de junho de 2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1425782> (acesso em 30/12/2014).

¹³⁹ STOUT, Lynn A., *How Deregulating (...)*, *Op. cit.*, pp. 2-5.

para crescimento econômico sustentável e bem estar social, devendo-se notar que as atividades especulativas apenas realocam, mas não criam nova riqueza e (iv) aumento nos níveis de fraudes e manipulação do mercado do ativo subjacente¹⁴⁰. Não nos parece que todas estas assertivas sejam verdadeiras, pois (i) não observamos evidências de que as operações com derivativos tenham uma relação direta com bolhas nos preços dos ativos; (ii) a melhor gestão de risco efetivamente gera ganhos de produtividade na medida em que os recursos escassos são utilizados de modo mais eficiente e as partes conseguem se proteger contra riscos que consideram indesejados de modo a alocá-los naqueles que estão mais aptos a suportá-los e (iii) as fraudes e a manipulação do mercado do ativo subjacente podem acontecer independentemente da existência dos derivativos de crédito.

Houve muita discussão tanto nos Estados Unidos quanto na União Europeia acerca da melhor forma de regular os derivativos de crédito nos anos que antecederam e durante a crise de 2008. Vide Gráfico 10 contendo os desafios regulatórios para o mercado de derivativos de crédito segundo os próprios participantes deste mercado. Veremos que apesar da convergência das soluções regulatórias adotadas pelos Estados Unidos e pelos países da União Europeia, os métodos utilizados para chegar a este resultado foram relativamente diferentes.

Um dos fatores a ser considerado ao se impor qualquer tipo de restrição é o fato de que derivativos de crédito necessitam de um mercado competitivo, de modo que as operações não fiquem demasiadamente caras e que o mercado se torne ilíquido. A regulação deste mercado gera necessariamente custos de conformidade que serão repassados para os preços das operações. Além disso, há preocupação em não reduzir as possibilidades de *hedge* para que não haja perda de bem estar, haja vista que haveria o aumento de custos e dificuldades para se realizar a gestão de riscos de crédito.

No que se refere à crise de 2008 o CDS foi considerado elemento fundamental para sua ocorrência pelos seguintes motivos: (i) permitiu a massiva expansão do crédito, na medida em que as instituições financeiras poderiam conceder empréstimos arriscados e depois transferir a terceiros tal risco de crédito e assim realizar novas operações arriscadas; (ii) permitiu excessiva alavancagem e concentração de riscos em poucas instituições, o que contribuiu para o incremento no risco sistêmico e para a crise de confiança; (iii) a falta de transparência no mercado de CDS – que não era regulado – permitiu sua manipulação, uma vez que os reguladores não puderam identificar os riscos para o sistema e exigir uma

¹⁴⁰ STOUT, Lynn A., *How Deregulating (...)*, *Op. cit.*, pp. 1-2.

melhor gestão de riscos pelos participantes deste mercado¹⁴¹; (iv) os receptores do risco de crédito por meio de CDS muitas vezes não eram regulados (*hedge funds*, por exemplo) e não estavam necessariamente obrigados a separar capital ou reservas para fazer frente ao risco que estavam assumindo e (v) o próprio efeito multiplicador dos eventos de crédito, na medida em que a ocorrência de um evento de crédito enseja o pagamento do valor acordado no CDS a todas as contrapartes transferidoras do risco de crédito, ainda que a operação tenha sido realizada a descoberto.

O CDS permitiu também que os riscos do sistema financeiro fossem realocados fora dele por meio da recepção de risco de crédito por instituições que não faziam parte deste sistema e que não eram reguladas. Ao permitir a criação artificial de risco de crédito por meio da transferência do risco a descoberto, estaria o CDS ao mesmo tempo criando e, consequentemente, ampliando os riscos do sistema econômico-financeiro e, assim, gerando externalidades negativas, na medida em que são criados custos para agentes que não são parte na relação. Isso ficou muito claro quando o governo norte-americano salvou uma série de empresas e instituições financeiras, onerando todos os contribuintes. A não regulação dos derivativos de crédito incentivou seus negociadores a ignorarem o risco sistêmico inerente a tais operações.

Apenas como contraponto, no mercado de futuros essencialmente as operações são realizadas a descoberto, mas neste caso elas são realizadas em bolsa, liquidadas por contrapartes centrais, há o depósito de margem, ajustes diários e a utilização de garantias, o que reduz consideravelmente o risco da contraparte. Além disso, uma diferença considerável é que na liquidação financeira no mercado futuro o pagamento é feito com base na diferença de preços do ativo subjacente no momento da liquidação em relação ao momento da contratação, enquanto que no CDS a liquidação financeira é feita por compensação e considera em geral situações em que o ativo subjacente passa a valer muito pouco e o valor a ser pago tende a ser muito alto, o que aumenta o risco da contraparte, ainda mais considerando que nos Estados Unidos e Europa tais operações não contavam com as mesmas salvaguardas das operações de contratos futuros.

MARCOS ANTONIO MACEDO CINTRA e MARYSE FARHI apontam que falhas no controle do risco sistêmico e em mecanismos de regulação e supervisão permitiram que a crise tomasse imensas proporções. Numa crise de crédito clássica é possível mensurar e conhecer os prejuízos potenciais, que seriam aqueles relativos aos

¹⁴¹ STULZ, René M., *Credit Default Swaps and the Credit Crisis*, NBER Working Paper n.º 15384, September, 2009, pp. 3-4, disponível em <http://www.nber.org/papers/w15384.pdf> (acesso em 30/12/2014).

empréstimos concedidos com pouco ou nenhum nível de garantias. Não obstante, a utilização dos derivativos de crédito e de produtos estruturados lastreados em operações de crédito multiplicaram por fator desconhecido os prejuízos decorrentes e indiretamente os distribuíram para todo o mercado¹⁴².

É possível afirmar que os CDS não teriam sido os causadores da crise, uma vez que os primeiros dentre os vários protagonistas teriam sido os financiamentos imobiliários concedidos a tomadores com alto risco creditício (os tomadores *subprime*¹⁴³), os quais não conseguiam comprovar renda, realizar pagamento de sinal ou que já estavam inadimplentes em outros empréstimos ou financiamentos. Os financiamentos realizados no segmento *subprime* tiveram crescimento em virtude da abundância de recursos financeiros e das baixas taxas de juros que prevaleceram a partir de 2002 nos Estados Unidos, em certa medida, como resultado de política monetária expansionista em resposta à desaceleração econômica decorrente do estouro da bolha das empresas “pontocom” entre 2000 e 2001 e dos atentados de 11 de setembro de 2001.

Objetivava-se permitir que o consumidor adquirisse uma residência enquanto construía ou reconstruía seu crédito de modo a migrar para o segmento *prime*. As taxas eram baixas no período de dois a três anos (*teaser rate*), de sorte que se o tomador não mudasse de *status* e migrasse para o segmento *prime* nesse período, estaria sujeito a elevadas taxas de juros do mercado *subprime*.

Os financiamentos eram garantidos por hipoteca dos imóveis adquiridos em meio a uma bolha imobiliária. Em tal cenário a qualidade do crédito do tomador importava pouco, dado que o inadimplemento não seria grande problema no período *teaser*, pois o imóvel hipotecado poderia ser rapidamente alienado para recuperar as perdas devido à intensa valorização dos preços dos imóveis e aumento na liquidez¹⁴⁴. Todavia, com o aumento da inadimplência, execução das hipotecas e posterior alienação dos imóveis, houve excesso de demanda, o que reduziu o valor de tais imóveis e sua liquidez.

Afirma-se que pelo fato dos bancos não possuírem capital necessário para manter em carteira grandes montantes de financiamentos *subprime* e por não conseguirem originar

¹⁴² CINTRA, Marcos Antonio Macedo e FARHI, Maryse, *A crise financeira e o global shadow banking system*, Revista Novos Estudos CEBRAP, n.º 82, São Paulo: novembro de 2008, disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-33002008000300002&script=sci_arttext (acesso em 30/12/2014).

¹⁴³ Os financiamentos a tomadores *subprime* também eram chamados de *ninja*, sigla de *no income, no job, no assets* (sem renda, sem emprego, sem ativos), pois esta era a situação dos devedores.

¹⁴⁴ GONTIJO, Cláudio, *Raízes da crise financeira dos derivativos subprime*, Texto para discussão n.º 342, Dezembro de 2008, pp. 18-19, disponível em <http://cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20342.pdf> (acesso em 30/12/2014).

e vender créditos garantidos por hipoteca sem proteções adicionais contra inadimplimento, o crescimento dos financiamentos *subprime* teria sido fomentado pela difusão dos derivativos de crédito¹⁴⁵. Referidos financiamentos imobiliários eram também securitizados e os valores mobiliários resultantes eram divididos em *tranches* com diversos níveis de risco. Além disso, tais valores mobiliários eram garantidos por CDS e posteriormente oferecidos a investidores.

Em virtude do escalonamento em *tranches* e da garantia do CDS a carteira *subprime* passava a ser classificada pelas agências de classificação de risco com o mesmo *rating* do receptor do risco no CDS, que geralmente era um banco ou uma seguradora. Era negligenciada a complexidade da carteira *subprime* e muitas vezes o cálculo do risco envolvido era altamente complexo, em especial nas situações em que a carteira era composta também por valores mobiliários advindos de outras securitizações de financiamentos *subprime*, de modo que seria necessário analisar também os financiamentos que lastrearam tais valores mobiliários, indo até o início da cadeia de financiamentos.

A inadimplência dos financiamentos *subprime* acabou gerando reação em cadeia, na medida em que os bancos além de não terem recebido de seus credores ainda tiveram que honrar os pagamentos decorrentes dos eventos de crédito em operações de CDS e ficaram com sua liquidez comprometida, gerando crise de confiança que agravou o risco sistêmico¹⁴⁶. Por outro lado, argumenta-se que se não houvesse a considerável elevação no nível de inadimplência dos financiamentos *subprime*, possivelmente não haveria a crise, o que nos permite concluir que sua raiz estaria nos financiamentos *subprime* em si. O contraponto estaria no fato do CDS ter permitido um incremento incomum neste tipo de operação.

RENÉ STULZ afirma que se houvesse maior disponibilidade de derivativos para que os agentes pudessem realizar operação de *hedge* contra o risco de desvalorização dos imóveis que adquiriam, seriam menores os impactos do colapso nos preços dos imóveis residenciais¹⁴⁷. Importante ponderar que mesmo durante a crise havia disponibilidade de

¹⁴⁵ DIMARTINO, Danielle; DUCA, John, *The rise and fall of subprime mortgages*, Federal Reserve Bank of Dallas Economic Letter, vol. 2, n.º 11, nov. 2007, p. 2.

¹⁴⁶ Cf. HELLWIG, Martin, *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis*, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Preprint, No. 2008/43, 2008, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1309442 (acesso em 30/12/2014).

¹⁴⁷ STULZ, René M., *In Defense of Derivatives and How to Regulate Them: The much-maligned financial instruments have legitimate uses*, The Wall Street Journal, 7 de abril de 2009, disponível em <http://online.wsj.com/article/SB123906100164095047.html> (acesso em 30/12/2014).

derivativos de crédito, mas sua utilização estava voltada menos para *hedge* e mais para a obtenção de ganhos com a ocorrência de eventos de crédito.

Observa LYNN A. STOUT que o mercado *subprime* era muito pequeno para explicar a escala da crise de 2008, sendo que o valor em aberto dos financiamentos *subprime* garantidos por hipoteca era de apenas US\$ 1,3 trilhão. Nesse sentido, ainda que todas as partes inadimplissem ao mesmo tempo não seria possível explicar com este único dado a amplitude da crise¹⁴⁸. Por essa razão a crise teria sido intensificada pelo CDS, pois com a negociação a descoberto de tal instrumento financeiro seria possível replicar o risco de crédito de uma carteira de financiamentos *subprime*. Estamos falando dos CDS que tem como ativo subjacente os MRS (*mortgage-related securities*), que seriam valores mobiliários decorrentes de securitização. No entanto, segundo HOUMAN B. SHADAB o desenvolvimento de CDS tendo MRS como ativo subjacente seria mais um efeito do que a causa do crescimento da securitização de financiamentos *subprime*. Além disso, afirma que a crise financeira de 2008 é principalmente resultado da incorreta precificação da securitização de financiamentos *subprime* e não como resultado da utilização e do aumento de operações com derivativos de crédito¹⁴⁹.

Concluimos que os derivativos de crédito não foram os causadores da crise de 2008 como muitos afirmam, pois se o risco transferido não tivesse sido de financiamentos *supprime*, que por natureza são mais arriscados, provavelmente teriam ocorridos menos eventos de crédito, o que a despeito da excessiva tomada de risco não acarretariam na necessidade de resgate de determinadas instituições e no agravamento do risco sistêmico. Por outro lado, o CDS teve um papel relevante ao intensificar os efeitos da crise por conta da criação de riscos decorrentes de operações de CDS a descoberto. Além disso, viabilizou a transferência de risco de crédito para fora do sistema financeiro e até mesmo para outros países, bem como incentivou a concessão de financiamentos de forma irresponsável.

4.1.1 – Derivativos de crédito, a falência do Lehman Brothers e o resgate da AIG

ANUPAM CHANDER e RANDALL COSTA consideram que a falência do Lehman Brothers e o resgate da AIG poderiam ter sido evitados ou seus efeitos poderiam

¹⁴⁸ STOUT, Lynn A., *Derivatives (...), Op. cit.*, p. 28.

¹⁴⁹ SHADAB, Houman B., *Op. cit.*, pp. 407; 412.

não ter impacto sistêmico se estas instituições tivessem nível adequado de reservas para fazer frente às suas obrigações. Tais reservas poderiam ser a própria capitalização ou a exigência de que suas contrapartes depositassem de margem (segregada do patrimônio dos receptores da margem) relativa às operações com derivativos realizadas no mercado de balcão¹⁵⁰. Se o Lehman Brothers e a AIG tivessem nível adequado de capitalização *vis a vis* o risco que estavam assumindo, certamente não se tornariam insolventes, até mesmo pelo fato da necessidade de capitalização reduzir o montante de operações que poderiam ser realizadas. Quanto ao depósito de margem, talvez ajudasse, mas não seria um fator determinante para mudar ou suavizar a insolvência destas instituições.

Na falência do Lehman Brothers a discussão girou em torno do montante de risco de crédito que havia sido transferido e recepcionado tendo o Lehman Brothers como entidade de referência. A falta de precisão sobre qual era o valor total de risco de crédito que havia sido transferido ocasionou mais insegurança sistêmica, pois não era possível precisar o montante envolvido e se os receptores do risco conseguiriam suportá-lo, afora o fato de estarmos tratando da insolvência de uma instituição financeira. Praticamente não havia dados e estatísticos confiáveis disponíveis nesse sentido. Chegou-se a estimar em 400 bilhões de dólares a exposição total ao risco Lehman Brothers, entretanto o valor nocional efetivo não passava de 72 bilhões de dólares, sendo de 6 bilhões de dólares a exposição líquida, ou seja, descontadas as compensações realizadas entre as partes.

A necessidade de resgate *American International Group – AIG* (AIG) está relacionada com a excessiva exposição por parte de sua subsidiária *AIG Financial Products* a financiamentos *subprime*, sendo que tal exposição foi obtida com a recepção de risco de crédito por meio de CDS contra o risco de crédito de tais financiamentos, inclusive no âmbito de operações securitizadas, cujos valores mobiliários eram vendidos a investidores e, dentre eles, instituições financeiras. A AIG tomou muito risco sem ter capital, liquidez, garantias ou mesmo uma gestão de risco adequada para suportá-lo.

A AIG incorreu em perdas da ordem de 32 bilhões de dólares entre janeiro de 2007 e setembro de 2008, sendo que estas perdas decorrem quase que integralmente da carteira extremamente alavancada de CDS, que no final de 2007 totalizava 527 bilhões de dólares

¹⁵¹ .

¹⁵⁰ CHANDER, Anupam; COSTA, Randall, *Op. cit.*, p. 36.

¹⁵¹ ZOLNOR, Matthew A., *Regulating Credit Default Swaps as Insurance: A Law and Economics Perspective*, 2009, p. 9, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1409112 (acesso em 30/12/2014).

Quando houve o rebaixamento do *rating* e eventos de crédito das entidades de referência a AIG deveria ter constituído garantias para assegurar o pagamento pela recepção de risco de crédito, o que ensejou em rebaixamento da classificação de crédito dos títulos de dívida de longo prazo da AIG, gerando a necessidade de depósito de margem no valor total de 120 bilhões de dólares, sendo que neste momento o governo norte-americano decidiu realizar empréstimo de 85 bilhões de dólares para garantir a solvência da AIG, sendo que o valor total gasto para salvar a AIG foi de 182,5 bilhões de dólares ¹⁵².

Outro fator importante refere-se ao fato da AIG ser regulada pelo *Office of Thrift Supervision* (OTS)¹⁵³, o qual sabia sobre o acionamento de pagamentos relacionados à classificação de crédito da AIG (*rating triggers*) e de requerimentos de garantias em seus contratos, os quais eram altamente alavancados¹⁵⁴. A OTS regulava não só as operações domésticas, mas também as internacionais que eram realizadas pela AIG. Resta saber se tal órgão tinha conhecimento das operações da *AIG Financial Products*, que era a subsidiária da AIG que realizava a recepção de risco de crédito em operações com derivativos de crédito.

4.1.2 – Negociação de derivativos de crédito durante a crise

Os derivativos de crédito (em especial o CDS) foram instrumentos que continuaram a ser negociados e com liquidez mesmo no auge da crise de 2008. O mercado de derivativos de crédito continuou robusto e aberto, mesmo em momento de escassa liquidez e alta volatilidade. Em muitos casos era o único instrumento de gestão de riscos

¹⁵² Ibidem, p. 11.

¹⁵³ O *Office of Thrift Supervision* foi constituído nos Estados Unidos em 1989 pelo *Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act* (FIRREA) em virtude da crise dos *Savings and Loan*, como agência federal no âmbito do Departamento do Tesouro. Tinha por função autorizar, regular, examinar e supervisionar os bancos federais e estaduais. As receitas do OTS, contudo, eram advindas dos pagamentos realizados pelos bancos que supervisionava, de modo que pelo fato de bancos nacionais poderem escolher seus reguladores (*shopping for regulators*), o OTS tinha interesse em ser escolhido.

Inicialmente o OTS era bastante atuante, mas posteriormente foi considerado negligente, sendo que tal negligência foi deliberada para obter mais receitas. O OTS expandiu sua supervisão a empresas que não eram consideradas instituições financeiras, tais como algumas empresas que sucumbiram com a crise de 2007: *American International Group* – AIG, *Washington Mutual* e *IndyMac*. Além disso, o OTS participou de escândalo relacionado ao *backdating* no balanço da *IndyMac*.

Em virtude da reforma financeira nos Estados Unidos, a Sessão 312 do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* previu a transferência para o *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) das funções relacionadas aos bancos federais (*federal saving associations*) e à normatização de todos os bancos que captam recursos de poupança (*savings associations*). Desde modo o OTS deixou de existir em 19 de outubro de 2011.

¹⁵⁴ SHIRVANI, Eraj, *Op. cit.*, p. 9.

consistentemente disponível para permitir a transferência e mitigação de riscos¹⁵⁵. Mesmo tendo havido o aumento do prêmio pela recepção do risco de crédito durante a crise de 2008, os derivativos de crédito puderam ser considerados uma das principais alternativas para a transferência de riscos.

Afirma HOUMAN B. SHADAB que o mercado de CDS se manteve estável ainda que durante a crise houvesse o aumento considerável no número de eventos de crédito e a falência de alguns de seus principais agentes, como por exemplo o Lehman Brothers, cujas posições foram substituídas por outras contrapartes. Apenas o correspondente a 7,2% dos US\$ 72 bilhões em CDS que tinham o Lehman Brothers como entidade de referência tiveram que ser pagos. Além disso, o mecanismo de liquidação por diferença (*cash settlement*) mostrou-se efetivo em tal situação¹⁵⁶.

Historicamente os derivativos de crédito permitiram que muitas insolvências fossem tratadas de modo não tão impactante para o mercado, não causando prejuízos sistêmicos, como ocorreu com a falência da Enron, WorldCom e Parmalat, bem como com o calote da dívida da Argentina, uma vez que os credores conseguiram se proteger contra o risco de crédito por meio dos CDS, que neutralizaram o risco de oscilação e inadimplemento dos ativos subjacentes. Menos de uma década depois o mesmo derivativo de crédito foi considerado o causador de uma crise.

Vale notar a sensibilidade do mercado de derivativos de crédito e o modo como instantaneamente consegue refletir alterações no risco de crédito dos ativos subjacentes por incorporarem as informações de mercado sobre a saúde financeira da entidade de referência. Pode-se dizer que são dotados de um efeito sinalizador. Antes mesmo da falência do Lehman Brothers em setembro de 2008 no mercado de derivativos de crédito já havia claros sinais de tal situação, dado que o custo para adquirir proteção contra o risco Lehman Brothers havia disparado.

Há até mesmo a utilização do prêmio do CDS (*CDS spread*) como parâmetro para a precificação de empréstimo ao invés de se utilizar a classificação de crédito da empresa, evidenciando a utilidade e crescente importância dos derivativos de crédito como mecanismo para a informação acerca do preço da concessão de crédito. Ao permitirem aos investidores expressar sua visão acerca das condições de mercado, permitem a “descoberta de preços” no mercado do ativo subjacente¹⁵⁷.

¹⁵⁵ Ibidem, p. 8.

¹⁵⁶ SHADAB, Houman B., Op. cit., pp. 415-416.

¹⁵⁷ SHIRVANI, Eraj, Op. cit., p. 3.

A evolução do valor do prêmio a ser pago para a proteção contra o risco de crédito de uma empresa por meio do CDS reflete de forma instantânea sua capacidade de adimplência e proximidade ou não da falência ou recuperação judicial/extrajudicial, diferentemente do que ocorre com o preço das ações, que não refletem tais cenários com a mesma velocidade e precisão. Isso ocorre até mesmo pelo fato do CDS estar diretamente relacionado com o risco de crédito da entidade de referência, enquanto que o valor da ação tende a refletir o valor presente da empresa considerando sua perpetuidade.

4.1.3 – O sistema bancário paralelo (*shadow banking system*)

Na tentativa de encontrar justificativas para a crise o mercado norte-americano vem questionando cada vez mais o denominado sistema bancário paralelo (*shadow banking system*), ou seja, mercado formado por entidades que não eram instituições financeiras, mas praticavam atividades de intermediação financeira, concessão de financiamentos estruturados e securitizações, captação recursos de curto prazo com investimento em ativos de longo prazo, realização de operações altamente alavancadas com derivativos de crédito e outros produtos financeiros, sem que precisem seguir uma série de regras emanadas pela autoridade reguladora do sistema bancário, normas prudenciais dos Acordos de Basileia (capital mínimo, alocação de capital por operação realizada, etc.), restrições relativas a determinados tipos de operações, sem contar com acesso aos seguros de depósitos, às operações de redesconto, às linhas de empréstimos dos bancos centrais, etc. Em decorrência do descasamento de prazos, apresentam extrema instabilidade e vulnerabilidade a uma corrida de investidores e a desequilíbrios patrimoniais. Além disso, permitiram o aumento do risco sistêmico, sem que este possa ser controlado pelas autoridades competentes¹⁵⁸.

STEVEN L. SCHWARCZ considera que as entidades do *shadow banking system* praticavam a arbitragem regulatória. Salienta que a desintermediação realizada por tais entidades evita o pagamento do *spread* e de comissões cobradas pelos bancos e, ainda que sejam cobrados outros valores, há redução de custos, o que permite aumento da eficiência econômica. A descentralização no fornecimento de produtos e serviços bancários, outra característica do *shadow banking system*, tornaria o sistema financeiro mais robusto, na

¹⁵⁸ CINTRA, Marcos Antonio Macedo e FARHI, Maryse, *Op. cit.*, loc. cit.

medida em que reduziria o tamanho de seus membros e mitigaria o risco de empresas “*too big to fail*”.

Por outro lado, a descentralização pode aumentar o risco sistêmico, dado que as falhas de mercado ocorrem com mais intensidade e fica mais difícil de controlá-las. Há maior dificuldade até mesmo em avaliar o nível de risco que se está correndo e o montante de seu prejuízo em caso de materialização do risco, o que pode ocasionar pânico no mercado financeiro e corridas bancárias. A grande questão é como os reguladores conseguirão aumentar a eficiência e reduzir riscos em tal cenário¹⁵⁹.

MARCOS ANTONIO MACEDO CINTRA e MARYSE FARHI destacam que nas últimas décadas foi possível verificar três movimentos simultâneos e complementares. Em primeiro lugar os bancos comerciais, submetidos à regulação prudencial, aumentaram consideravelmente o volume de crédito concedido para fazer frente à crescente concorrência. E para assim atuarem foi necessária a utilização de derivativos de crédito, de modo a conseguirem conceder novos empréstimos, ao mesmo tempo em que continuavam a atender as exigências dos Acordos de Basileia. Em segundo lugar, tais instituições passaram a administrar e financiar fundos de investimentos e *hedge funds* (agentes que não eram regulados no sistema financeiro norte-americano, mas altamente dependentes da liquidez bancária), oferecer serviços de gestão de ativos, seguros financeiros e a participar de operações no mercado de capitais. Em terceiro lugar, uma série de instituições, conforme apontado acima, passaram a atuar de forma semelhante aos bancos comerciais, mas sem as respectivas restrições regulatórias.

Eis porque no final de 2008 o *Federal Reserve* e o Tesouro Americano estenderam as operações de redesconto e criaram linhas de crédito para as instituições do denominado *shadow banking system*. Note-se que, inclusive o Morgan Stanley e o Goldman Sachs tiveram autorização para se transformarem em *holdings* financeiras, de modo a poderem ser suportados pelas autoridades monetárias norte americanas¹⁶⁰.

Afirma STEVEN L. SCHWARCZ que a regulação¹⁶¹ não deveria estar focada em limitar *per se* o *shadow banking system* tendo em vista seu potencial para aumentar a eficiência econômica. Deveria estar concentrada em duas frentes: (i) maximização da

¹⁵⁹ SCHWARCZ, Steven L., *Shadow Banking and Financial Regulation*, palestra realizada na China em 14/12/2012, pp. 5-7, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2182601> (acesso em 30/12/2014).

¹⁶⁰ Idem.

¹⁶¹ Cf. ADRIAN, Tobias; SHIN, Hyun Song, *The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, n.º 382, julho de 2009, disponível em http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr382.pdf (acesso em 30/12/2014).

eficiência econômica por meio da redução de falhas de mercado e (ii) redução do risco sistêmico. As falhas de mercado não são exclusivas do *shadow banking system*, mas são intensificadas por sua complexidade. Dentre elas, podemos citar: (i) assimetria informacional em virtude também de sua descentralização, o que reduz a assimilação e compreensão por parte dos investidores acerca das informações divulgadas; (ii) falhas de racionalidade, pois dada a complexidade do *shadow banking system* os investidores assumem comportamento enviesado ao se focarem apenas em aspectos mais simples e que, por sua vez, são mais familiares e de fácil compreensão; (iii) problemas de agência em virtude de gestores serem remunerados com base em resultados de curto prazo, havendo incentivos para tomarem excessivo risco desconsiderando os objetivos de longo prazo e (iv) problemas no monitoramento de riscos, dado que sua dispersão pode evidenciar que o comportamento racional seria negligenciá-lo¹⁶².

4.1.4 – A não regulação do *Collateralized Debt Obligation* (CDO) como uma das causas da crise de 2008

Ainda que o objeto do presente trabalho seja o CDS e o TRS, a análise dos CDOs é relevante na medida em que este instrumento financeiro foi se desenvolvendo e passou a utilizar CDS em sua estrutura e também pelo fato de ser considerado, a nosso ver com razão, um dos protagonistas da crise de 2008¹⁶³.

Os CDOs representaram em 2006 o equivalente a 15,3% do mercado mundial de derivativos de crédito segundo o British Bankers' Association, sendo, portanto, o terceiro derivativo de crédito mais negociado, ficando atrás apenas dos CDS que possuem apenas uma entidade de referência e dos CDS referenciados a índices.

Foram criados em 1997, após a crise asiática, quando o banco de investimento J.P. Morgan objetivando se livrar do risco de carteira de empréstimos realizados com mais de 300 empresas (totalizando 9,7 bilhões de dólares), os transferiu para uma sociedade de propósito específico denominada BISTRO (*Broad Index Secured Trust Offering*) e vendeu a investidores os títulos por ela emitidos e lastreados em tais empréstimos¹⁶⁴.

¹⁶² SCHWARCZ, Steven L., *Op. cit.*, pp. 7-9.

¹⁶³ Cf. INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Op. cit.*, loc. cit.

¹⁶⁴ CARVALHO, Gustavo Seignemartin de, *Op. cit.*, p. 8.

O CDO é um título de dívida emitido em decorrência de securitização de carteira de empréstimos¹⁶⁵ ou do risco de crédito de tais operações. Costuma-se chamar de CDO tanto o título de dívida emitido em referida securitização como também a própria estrutura de securitização, sendo que utilizaremos o termo CDO com esta segunda acepção.

Nos Estados Unidos foram amplamente utilizados para realizar a securitização de financiamentos imobiliários *subprime*. Os títulos de dívida emitidos em tal securitização eram classificados por agência classificadoras de risco e posteriormente ofertados a investidores¹⁶⁶.

Um fator relevante para o desenvolvimento do mercado de CDO foi a atividade das seguradoras, que eram titulares de títulos com pouca liquidez e que passaram a utilizar tal estrutura para obter liquidez imediata. Além disso, a aplicação nos Estados Unidos, por parte da *National Association of Insurance Commissioners* (NAIC), de requerimentos de reservas ponderadas pelo risco, tornou determinados ativos arriscados caros demais para serem mantidos no balanço das seguradoras até seu vencimento. As seguradoras transferiram seus ativos mais arriscados para suas subsidiárias, as quais não eram consideradas seguradoras e, portanto, não estavam sujeitas à composição de tais reservas de capital e referidas subsidiárias securitizavam estes ativos utilizando a estrutura do CDO. Deste modo as seguradoras continuaram titulares de títulos com alta classificação de crédito e que conseqüentemente ensejavam baixos requerimentos de capital¹⁶⁷. O uso do CDO por parte das instituições financeiras foi impulsionado no final dos anos 90, também pela necessidade de liberação de capital regulatório, mas acrescido do interesse em se transferir do risco de operações que era ou se tornaram mais arriscadas¹⁶⁸.

O desenvolvimento do CDO foi impulsionado pela iliquidez ou pouca liquidez do mercado secundário de crédito e dos títulos de dívida emitidos no mercado de capitais, bem como pelas limitações de tais mercados. DAS aponta algumas fragilidades na utilização do mercado secundário de empréstimos para a negociação de risco de crédito: (i) em geral o tamanho do mercado secundário para negociação de empréstimos e títulos de dívida ainda é muito pequeno em comparação com o mercado de crédito em si, sendo que em países emergentes o próprio mercado de crédito (principalmente o de títulos de dívida)

¹⁶⁵ Utilizaremos nesta Seção o termo “empréstimo” de forma genérica, de modo a englobar também financiamentos e títulos de dívida emitidos no mercado de capitais.

¹⁶⁶ DAS, Satyajit, *Credit Derivatives: CDOs and Structured Credit Products*, 3ª ed., Wiley Finance (John Wiley & Sons), Singapore, 2005, p. 360.

¹⁶⁷ Ibidem, pp. 310-311.

¹⁶⁸ BONFIM, Antulio N., *Op. cit.*, p. 151; DAS, Satyajit, *Op. cit.*, p. 362.

ainda está em estágio inicial de desenvolvimento; (ii) ainda que haja um mercado secundário de empréstimos e títulos de dívida, as possibilidades de exposição são limitadas, pois dependem da disponibilidade de tais operações. Em geral é limitado o número de empresas que acessam o mercado de títulos de dívida. As emissoras mais ativas tendem a ser as grandes corporações com elevada classificação de crédito, o que nem sempre vai ao encontro do interesse dos investidores e ao seu apetite à tomada de riscos; (iii) não obstante a existência de empréstimos e títulos de dívida disponíveis para negociação, as características de tais operações (valor, prazo, taxa, moeda, vencimento, cláusulas específicas, etc.) podem não atender às necessidades dos investidores, dado que tem o propósito de atender às necessidades da emissora e de acordo com as características mercadológicas do período; e (iv) o CDO possibilita grande customização das operações, com a criação ou mesmo com a réplica de riscos de crédito previamente existentes, o que dificilmente seria possível no mercado de empréstimos e títulos de dívida¹⁶⁹.

São dois os principais tipos de CDO: o tradicional e o sintético. No CDO tradicional há o empacotamento de empréstimos e a emissão de títulos de dívida em *tranches*, as quais são lastreadas em tais empréstimos. No CDO sintético, por sua vez, o lastro não é composto pelos empréstimos propriamente ditos, mas sim pelo risco de crédito de empréstimos, decorrentes da recepção de risco de crédito em operação de CDS¹⁷⁰. O termo “sintético” é utilizado, pois há a criação artificial de uma carteira de risco de crédito, sendo que tal risco de crédito é securitizado e os títulos de dívida emitidos são adquiridos por investidores.

As principais vantagens do CDO sintético sobre o tradicional são: (i) a operação é realizada de forma anônima, ou seja, os tomadores dos empréstimos não precisarão dela tomar conhecimento, na medida em que a securitização é lastreada pelo risco de crédito decorrente da recepção de risco de crédito em operação de CDS; (ii) a recepção de risco de crédito em operação de CDS permite que a carteira seja composta por riscos de crédito de ativos subjacentes que não estão disponíveis para aquisição, o que gera flexibilidade na composição da carteira e (iii) permitem às instituições financeiras realizar *hedge* de suas exposições em potencial – quando, por exemplo há a assinatura do instrumento de empréstimo, mas o desembolso está sujeito a determinadas condições suspensivas –, de

¹⁶⁹ DAS, Satyajit, *Op. cit.*, pp. 241-243.

¹⁷⁰ PARKER, Edmund, *Op. cit.*, p. 109.

modo que a operação de *hedge* pode ser realizada antes que se torne mais cara ou que seja tarde demais¹⁷¹.

A primeira etapa no CDO é a constituição de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE)¹⁷², normalmente pouco capitalizada, para a segregação de riscos e de responsabilidades. Enquanto no CDO tradicional a SPE adquire uma carteira de ativos, no CDO sintético a SPE realiza operação de CDS e recebe o risco de crédito de determinada carteira (*Portfolio Default Swap*) e, portanto, recebe remuneração periódica do(s) transferidor(es) do risco.

A proteção por meio do CDS costuma ser convencionada de modo a haver o pagamento do valor da proteção na ocorrência de eventos de crédito em ativos subjacentes que superem um determinado percentual da carteira. A liquidação de tal CDS geralmente é financeira e as entidades de referência muitas vezes são selecionadas em diferentes setores para reduzir a probabilidade de inadimplemento conjunto.

Para fazer frente às suas eventuais obrigações de pagamento em virtude da ocorrência de eventos de crédito no CDS, a SPE subcapitalizada emite títulos de dívida, pagando a eles periodicamente determinada taxa de juros. Ao invés de se ter uma SPE, tal estrutura pode ser replicada tendo uma instituição financeira recepcionando risco de crédito por meio de CDS e emitindo o título de dívida.

Referidos títulos em geral são emitidos em várias *tranches*¹⁷³ (séries júnior, mezanino e sênior, por exemplo), havendo relação de subordinação entre elas, de modo a atingir investidores com diferentes apetites a risco. Quanto mais elevada a *tranche*, menor será seu risco e a taxa de juros paga a seu titular. Caso haja a classificação por *rating*, as *tranches* superiores terão melhor *rating* em comparação com aquelas que são a elas subordinadas, o que pode dar a impressão de estarmos tratando de um investimento de mais alta segurança, o que mostrou-se não ser verdadeiro quando houve o aumento considerável do inadimplemento dos financiamentos *subprime*.

¹⁷¹ BONFIM, Antulio N., *Op. cit.*, p. 155.

¹⁷² A SPE em geral é constituída em paraíso fiscal ou país com regime tributário favorável. O patrimônio da SPE ficará segregado, de modo que apenas será a garantia em última instância do pagamento aos titulares dos títulos de dívida por ela emitidos. Além disso os títulos de dívida serão valores mobiliários “*limited recourse*”, pois seus titulares apenas poderão exigir os recursos decorrentes do investimento dos valores recebidos por tais títulos e na medida do que sobrar após os pagamentos realizados aos compradores de proteção por meio do CDS caso ocorra algum evento de crédito. Cf. PARKER, Edmund, *Op. cit.*, p. 103.

¹⁷³ O CDO será denominado “*single tranche CDO*” quando a emissão de títulos de dívida pela SPE ocorrer em apenas uma *tranche*. Assim é possível ampliar os ganhos por meio de arbitragem, comprando proteção contra o risco de crédito de entidades de referência da carteira (para as quais houve a recepção do risco de crédito), de modo a obter rendimentos em virtude das diferenças de preços. Cf. PARKER, Edmund, *Op. cit.*, p. 118.

É comum que a entidade patrocinadora (por exemplo, a instituição financeira que constituiu a SPE) adquira percentual dos títulos emitidos na *tranche* mais arriscada para que potenciais investidores não sejam afastados por receio de problemas de *moral hazard* e seleção adversa.

O CDO é considerado um derivativo de crédito financiado¹⁷⁴, pois os recursos captados por meio da emissão do título serão administrados pela SPE e utilizados na aquisição de determinados investimentos considerados de baixo risco, podendo tais recursos até mesmo serem depositados em conta que garanta algum rendimento, transformando-se no lastro (*collateral*) do título de dívida e também do pagamento aos transferidores do risco na ocorrência de algum evento de crédito previsto no CDS. Eis o motivo da denominação *Collateralized Debt Obligation*¹⁷⁵.

Os titulares dos títulos de dívida recebem remuneração que está atrelada aos rendimentos dos investimentos de baixo risco, acrescidos dos valores recebidos pela SPE a título de remuneração pela recepção de risco de crédito em operação de CDS¹⁷⁶.

Na hipótese de ocorrência de evento de crédito no qual a SPE seja chamada a honrar obrigações advindas do CDS, resgatará os investimentos de baixo risco e reduzirá o valor de face dos títulos de dívida que emitiu, observada sempre a senioridade entre os papéis, de modo que primeiro será reduzido o valor de face dos títulos júnior, depois dos títulos mezanino e, por fim, dos seniores. Na inoção de evento de crédito até o vencimento do CDS, os recursos das aplicações são utilizados para quitar o saldo devedor dos títulos emitidos pela SPE¹⁷⁷.

Nesta estrutura há, ainda, outro CDS, sendo que este é contratado pela SPE na qualidade de transferidora do risco de crédito daquela mesma carteira para o qual recepcionou risco de crédito por meio de CDS. É denominado “CDS super sênior”, pois poderá ser utilizado apenas caso em virtude da ocorrência de eventos de crédito se esgotem os investimentos adquiridos com os recursos da emissão do título de dívida por parte da SPE. Deste modo, o CDS super sênior será utilizado para fazer frente aos pagamentos

¹⁷⁴ PARKER distingue derivativos de crédito não financiados (*unfunded credit derivatives*) e derivativos de crédito financiados (*funded credit derivatives*). Derivativos de crédito não financiados são bilaterais e formalizados por meio de contratos privadamente negociados. São considerados não financiados, pois o receptor do risco não necessita realizar qualquer pagamento antecipadamente para garantir o cumprimento de suas obrigações. O pagamento apenas é realizado pelo receptor do risco na ocorrência de evento de crédito e conforme o método de liquidação previsto contratualmente. Os principais derivativos de crédito não financiados são o CDS e o TRS, juntamente com suas variações. (PARKER, Edmund, *Op. cit.*, p. 27.).

¹⁷⁵ Ibidem, p. 27.

¹⁷⁶ DAS, Satyajit, *Op. cit.*, p. 245.

¹⁷⁷ PARKER, Edmund, *Op. cit.*, pp. 110-111.

devidos pela SPE aos transferidores do risco de crédito da carteira. Nada impediria que o CDS super sênior presente na estrutura do CDO fosse substituído por algum tipo de garantia, mas o fato de se utilizar um CDS está relacionado ao interesse em se fazer operação de *hedge* da recepção de risco de crédito realizada pela SPE.

O CDS super sênior é geralmente contratado com instituição financeira com excelente classificação de risco de crédito, de modo que muitas agências classificadoras de risco ao avaliarem o risco dos títulos emitidos pela SPE consideravam geralmente o *rating* da contraparte receptora de risco de crédito no CDS super sênior, na medida em que era mais fácil do que analisar toda a carteira de risco de crédito e também o emissor¹⁷⁸.

Os CDOs, por sua complexidade, são de difícil precificação, podendo até mesmo haver o que se chama de CDOⁿ (CDO elevado à enésima potência), como por exemplo CDO² (CDO ao quadrado), que é um CDO cuja carteira é composta por títulos de dívida emitidos em outra operação de CDO. Por este motivo é relevante a atividade das agências classificadoras de risco¹⁷⁹. No entanto, investidores ao confiarem no *rating* apontado por agência de classificação de risco em títulos emitidos no âmbito de CDOs imaginavam estar adquirindo investimento com baixo risco, o que não se mostrou verdade.

¹⁷⁸ No CDO o título de dívida emitido pela SPE terá sua qualidade de crédito classificada, de modo que são utilizados basicamente dois modelos para determinar o *rating*: e

(i) o título de dívida terá a mesma classificação de crédito do emissor, que no caso é a SPE. Esta classificação poderá estar distorcida, já que a SPE adquire títulos altamente classificados para fazer frente às obrigações decorrentes da recepção do risco de crédito no CDS e dos juros do título de dívida emitido, sendo que em tal situação não seria avaliado o risco assumido em virtude da recepção do risco de crédito por parte da SPE utilizando CDS. Também haverá distorção caso a emissora seja uma instituição financeira, uma vez que o risco do investidor reside na carteira de ativos subjacentes e não exclusivamente no emissor;

(ii) o *rating* do título de dívida será baseado tanto no risco de crédito do emissor quanto no risco de crédito da carteira.

Enquanto o primeiro método é geralmente utilizado em emissões de títulos de dívida, as principais agências de classificação de crédito costumam utilizar o segundo modelo, por melhor refletir o risco de crédito do título de dívida. Os seguintes aspectos da operação são analisados: (i) a estrutura dos títulos de dívida, incluindo fluxos financeiros e fatores que podem impactá-lo e (ii) o risco de crédito da operação, o que inclui: (a) risco de crédito do emissor; (b) risco de crédito da carteira, avaliando-se, inclusive, a correlação de inadimplência entre as entidades de referência constantes da carteira; (c) estrutura dos derivativos de crédito (risco presente na documentação, eventos de crédito, método e procedimento de liquidação etc.) e (d) quando há a utilização de SPE para o empacotamento de ativos, será avaliado o risco dos investimentos considerados de baixo riscos e os riscos jurídicos e fiscais da entidade, inclusive se há segregação entre a sociedade e seu patrocinador para que não haja a possibilidade de contaminação em caso de falência, etc.

A modelagem inclui a simulação dos impactos do evento de crédito no emissor, nos investimentos de baixo risco e no título em si. A agência classificadora de risco utilizará uma série de técnicas para avaliar o desempenho do título de dívida em diferentes cenários, de modo que o prejuízo esperado será utilizado como base para o estabelecimento de seu *rating*. (Cf. DAS, Satyajit, *Op. cit.*, pp. 247-249.)

¹⁷⁹ Cf. PARTNOY, Frank, *The Paradox of Credit Ratings*, University of San Diego School of Law, Law and Economics Research Paper n.º 20, 2001, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=285162 (acesso em 30/12/2014) e PINTO, Arthur R., *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, American Journal of Comparative Law, vol. 54, 2006, Brooklyn Law School, Legal Studies Paper n.º 119, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1280322 (acesso em 30/12/2014).

O prêmio recebido pelo receptor do risco no CDS super sênior será menor que aquele recebido pela SPE na qualidade de receptora do risco de crédito¹⁸⁰. Em geral o CDS super sênior perfaz 80% da capitalização da SPE, ou seja, considerando que a SPE recepciona por meio do CDS o risco de crédito de uma carteira em valor nominal de 100 milhões de dólares, precisará de ao menos o mesmo valor para fazer frente à eventualidade de ocorrer evento de crédito com toda a carteira. Para tanto, em geral são emitidos títulos de dívida em montante de 20% do valor nominal do CDS – em nosso exemplo, 20 milhões de dólares – e os 80% remanescentes são cobertos por meio do *super senior* CDS¹⁸¹.

Vantagens

Dentre as vantagens do CDO destacamos: (i) o investidor adquire um título de dívida, o que permite a exposição ao risco de crédito de uma carteira, mas elimina problemas regulatórios e estatutários relacionados à vedação à aquisição dos ativos que compõem tal carteira; (ii) são eliminados os custos de transação e administrativos na aquisição (ou recepção do risco de crédito) de cada um dos ativos que compõem a carteira que lastreia o título de dívida; (iii) a estrutura e as fragilidades do mercado do ativo subjacente não importarão para o investidor do CDO, pois tal mercado não será acessado por ele diretamente e (iv) permitem aos investidores acesso a riscos que de outra forma não teriam acesso (ou teriam acesso a custos proibitivos), em virtude, por exemplo, da escassez do ativo com as características desejadas pelo investidor¹⁸².

SATIYAJIT DAS ressalta os seguintes incentivos para a realização de operações de CDO, sob vários pontos de vista¹⁸³:

Sob a perspectiva das instituições financeiras com carteira de créditos: (i) gestão de capital regulatório, permitindo a redução de capital regulatório alocado para operações mais arriscadas ou operações menos arriscadas, mas que geram pouca receita¹⁸⁴; (ii) captação de recursos por parte de bancos com baixa classificação de crédito, mas com operações creditícias com boa classificação, como foi o caso dos bancos japoneses que sofriam com o elevado prêmio para captação de recursos; (iii) gestão de risco de crédito,

¹⁸⁰ PARKER, Edmund, *Op. cit.*, p. 111.

¹⁸¹ Ibidem, pp. 115-116.

¹⁸² DAS, Satyajit, *Op. cit.*, pp. 245-246.

¹⁸³ Ibidem, pp. 308-309.

¹⁸⁴ Nada impede a utilização do CDO para transferir risco de crédito de operações com tomadores com alta classificação de crédito ou mesmo para transferir o risco de crédito de uma carteira com diversos tipos de tomadores com várias classificações de crédito, uma vez que o CDO permite a gestão estratégica de tal risco.

por meio da transferência de riscos de crédito a investidores; (iv) gestão de relacionamento com clientes, dado que o CDO permite que instituições financeiras separem a gestão de risco de crédito da gestão de relacionamento com clientes. As instituições financeiras continuam com o relacionamento com o cliente, não obstante não mais estejam expostas ao risco de crédito destes e (v) criação de fluxo de negociação do ativo subjacente e de derivativos de crédito, o que pode gerar ganhos adicionais para quem negocia tais operações.

Do ponto de vista dos investidores é possível relacionar os seguintes incentivos: (i) acesso a determinados ativos e riscos, especialmente carteiras diversificadas, o que é realizado de modo simples. Há a criação de ativos disponíveis para investimento, viabilizando o acesso a investimentos que não estariam disponíveis diretamente no mercado ou que ainda que fossem disponíveis, seriam em montante limitado ou com preços proibitivos, o que dificultaria o atendimento de certos requisitos de investimento; (ii) no que se refere aos administradores de investimentos, estes podem ter acesso a maior carteira e assim podem obter maiores comissões; (iii) os retornos dos CDO tendem a ser bastante atrativos em comparação com outros investimentos com mesmo risco, havendo oportunidades de maiores ganhos para investidores; (iv) investidores podem obter exposição estruturada a risco de crédito, dada alta diversidade de ativos que podem compor carteira de CDO; (v) até a crise de 2008 o desempenho histórico (risco ajustado ao retorno e histórico de inadimplimento) foi considerado satisfatório, o que encorajava investidores institucionais a participarem de tal mercado e (vi) liquidez, pois é uma alternativa de investimento mais líquida do que determinados mercados de títulos de dívida.

Problemas

Importante ressaltar que um dos fatores de risco adicionais do CDO sintético reside no fato da recepção de risco de crédito ser em valores nocionais muito superiores ao valor dos títulos de dívida emitidos, que geralmente cobrem apenas 20% do valor da recepção de risco de crédito, de modo que há grande alavancagem¹⁸⁵, o que explica o fato dos CDOs serem considerados causadores da crise de 2008.

¹⁸⁵ Segundo JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES por meio da alavancagem financeira com a mobilização de meios financeiros próprios (minimização de investimento inicial) pode-se participar mais do que proporcionalmente nas variações de valor do ativo subjacente (maximização do ganho ou perda). Em suma, há a maximização dos efeitos da volatilidade do ativo subjacente. (*Op. cit.*, p. 91)

O CDO era utilizado principalmente para a securitização de risco de crédito de financiamentos *subprime*, seja por meio do CDO tradicional ou por meio do CDO sintético. Quando houve o massivo inadimplemento nos financiamentos *subprime*, as SPEs que eram titulares de tais financiamentos ou que recepcionaram tal risco de crédito não conseguiram fazer frente às suas obrigações assumidas perante os investidores e os transferidores do risco, amplificando os efeitos de tais inadimplementos.

Além disso, a depender do tipo de investidor que adquire o título de dívida (não instituição financeira) e do tipo de carteira da qual há a recepção do risco de crédito (empréstimos bancários), podemos dizer que o CDO permite a transferência de risco de crédito decorrente de operações bancárias para fora do sistema financeiro, onde as regras prudenciais não alcançam. Lembramos, ainda, que todas as vicissitudes do CDS são aplicáveis à estrutura de CDO sintético.

Pelos problemas aqui apontados, entendemos que estes instrumentos financeiros deveriam ter sido regulados e seu uso restringido. Diferentemente do CDS, não se trata de uma mera operação bilateral, mas há a emissão de um valor mobiliário a investidores indistintos. Tais valores mobiliários são lastreados em operações altamente complexas, que nem mesmo as agências classificadoras de risco souberam precificar adequadamente¹⁸⁶.

4.2 – Manipulação do mercado: vedações à negociação de CDS a descoberto referenciados a créditos decorrentes de dívida soberana

4.2.1 – Os CDS referenciados aos títulos soberanos gregos

Em 9 de março de 2012 o *EMEA Credit Derivatives Determinations Committee* decidiu que houve o evento de crédito “reestruturação” no que se refere à dívida soberana da Grécia e que, conseqüentemente, deveria ser realizado um leilão para se determinar quanto os titulares de CDS referenciados a tais títulos deveriam receber. A decisão acerca da ocorrência de evento de crédito foi fundamentada na Cláusula 4.7(a) das Definições de

¹⁸⁶ Cf. HUNT, John Patrick, *Credit Rating Agencies and the “Worldwide Credit Crisis”: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, Columbia Business Law Review, vol. 2009, n.º 1, 2008, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267625 (acesso em 30/12/2014).

Derivativos de Crédito de 2003 da ISDA (*ISDA 2003 Credit Derivatives Definitions*), conforme adotadas pelo Suplemento de Julho de 2009 (*July 2009 Supplement*) e em virtude do exercício pela Grécia das chamadas cláusulas de ação coletiva (*collective action clauses*), que permitem a alteração dos termos dos títulos soberanos emitidos por ela e regidos por lei grega, ainda que prejudiquem interesses dos seus titulares (por exemplo, com postergação do pagamento dos juros acumulados até então, o qual passaria a ser realizado na data de vencimento do título). Em virtude de tais cláusulas os investidores em títulos regidos por leis gregas foram obrigados a realizar a troca de seus títulos por outros com condições financeiras desfavoráveis¹⁸⁷.

O uso de tal cláusula enseja o questionamento sobre o valor a ser pago pelos receptores de risco de crédito por meio de CDS aos titulares de títulos da dívida grega, na medida em que o valor do pagamento no CDS deverá ser referenciado no valor dos títulos antigos que foram inadimplidos. Tais títulos, contudo, deixaram de existir e os novos títulos recebidos em virtude da reestruturação são apenas uma pequena parte do pacote que também inclui títulos com condições financeiras mais favoráveis, emitidos pelo fundo de resgate da zona do euro, não sendo, portanto, equiparável aos títulos antigos.

Com os novos títulos os credores receberão o valor de 22 *cents* por cada euro investido, o que corresponde ao valor de mercado pelo qual os títulos estavam sendo negociados, de modo que o CDS deverá cobrir a diferença de 78 *cents* por euro investido para neutralizar a perda. O valor em abeto em CDS tendo como ativos subjacentes títulos gregos totalizava 3,2 bilhões de dólares no começo de março de 2012, sendo que seus titulares receberiam dos receptores do risco de crédito via CDS aproximadamente 2,5 bilhões de dólares, valor que equivaleria às perdas sofridas com a reestruturação da dívida decorrente de tais títulos.

A troca de títulos gregos foi bastante criticada, pois caso os títulos tivessem diferentes características, como por exemplo diferentes taxas de juros, seus preços poderiam ser substancialmente diferentes, o que alteraria o cálculo do valor a ser pago pelo CDS tanto pelo transferidor quanto pelo receptor do risco. Não foi o que ocorreu, dado que os novos títulos foram emitidos pelo valor de mercado dos títulos antigos, mas eis uma fragilidade a ser avaliada, dado que a possibilidade de incerteza acerca dos valores devidos

¹⁸⁷ Cf. Press Releases da Agência de Administração da Dívida Pública da Grécia (http://www.isda.org/uploadfiles/docs/Press_Release_6_March_2012.pdf) e do Ministério das Finanças (http://www.isda.org/uploadfiles/docs/Press_Release_9_March_2012.pdf), emitidos em 6 e 9 de março de 2012, respectivamente (acesso em 30/12/2014).

pelo receptor do risco é prejudicial a tal mercado. Trata-se de questão a ser avaliada pela ISDA.

Após a Grécia ter trocado mais de 80% dos antigos títulos em circulação foi realizado leilão com relação aos demais títulos e também com relação àqueles emitidos sob leis outras que não as gregas, para os quais a Grécia não pôde impor a troca. Em 19 de março de 2012 o leilão foi concluído com sucesso, atestando que na ocorrência de evento de crédito este processo funciona adequadamente, o que inspira confiança nos transferidores do risco por meio de CDS¹⁸⁸.

4.2.2 – Proibição de operações com CDS a descoberto tendo títulos soberanos como ativo subjacente (*naked* CDS soberano)

O papel do CDS foi bastante questionado na crise da dívida do governo grego, especialmente a partir de março de 2010, indagando-se (i) se estariam sendo usados por especuladores (especialmente *hedge funds*) para a manipulação do mercado e (ii) se o excesso de demanda por CDS referenciados a títulos soberanos gregos teria resultado em aumento nas taxas de juros a serem pagos pelo governo grego em novos empréstimos ou refinanciamento dos já existentes. Quem transfere risco por meio de um CDS soberano sem estar exposto ao risco de crédito (*naked* CDS soberano) se beneficia quando o preço do CDS soberano aumenta em virtude da majoração do risco de crédito ou majoração da percepção do risco de crédito por parte do mercado, pois o valor que o transferidor do risco está pagando é inferior ao que está sendo atualmente cobrado, sendo possível obter lucro com a recepção de risco de crédito em valor superior àquela na qual transferiu o risco, ou mesmo com a mera transferência do CDS por seu atual valor de mercado. Além disso, após a ocorrência do evento de crédito e com a liquidação financeira do CDS, quanto menor o valor recuperável com o título inadimplido, maior será o valor recebido por aquele que transferiu o risco de crédito.

A defesa dos *hedge funds* foi no sentido de que o mercado de CDS é muito pequeno para permitir a manipulação do mercado de dívida soberana¹⁸⁹, de modo que o aumento

¹⁸⁸ Informações sobre o evento de crédito nos CDS referenciados a títulos soberanos gregos podem ser encontradas na seguinte página da ISDA <http://www2.isda.org/asset-classes/credit-derivatives/greek-sovereign-cds/> (acesso em 30/12/2014).

¹⁸⁹ Em 2009 o mercado de CDS soberano contava com 2 trilhões de dólares em valor nominal, o que correspondia a apenas 6% dos 36 trilhões de dólares do mercado global de títulos soberanos. A exposição

nos juros pagos pelos títulos soberanos gregos decorre das preocupações dos investidores com o nível de endividamento público. Alega-se que a proibição do *naked* CDS soberano poderia reduzir a liquidez dos títulos soberanos e aumentar os custos para as entidades soberanas obterem empréstimos, reduzindo os investimentos na União Europeia.

Cabe salientar que nos termos do Gráfico 11 os agentes considerados *nondealers* (em geral investidores e *hedge funds*), que seriam aqueles que teriam interesse em utilizar CDS soberano para obter posição direcionada contra o risco de crédito de determinado país, respondem por apenas 15% das negociações de tal mercado.

Os Gráficos 11 e 12 revelam o peso dos principais fatores que contribuíram em 2010 para a elevação dos prêmios (*spreads*) cobrados pelos CDS soberanos de 5 anos: déficits na conta corrente, necessidade de ajustes fiscais e cumprimento das exigências do BIS por parte do setor bancário.

É possível verificar no Gráfico 13 a evolução do spread do CDS soberano de 10 anos de 2007 a 2010, refletindo: (i) o risco sistêmico entre os estados da zona do euro; (ii) as probabilidades de inadimplemento conjunto; (iii) a aversão global a riscos e (iv) os fundamentos fiscais destes países¹⁹⁰. No início da crise de 2008 os títulos soberanos eram considerados os mais seguros, motivo pelo qual os prêmios para a contratação de CDS a eles referenciados se mantiveram relativamente constantes e baixos. Com o desenrolar da crise notamos o movimento de alta, o qual se alega que teria se agravado pela possibilidade de transferência de risco por meio de CDS soberano a descoberto, mas trata-se de mera alegação, não havendo comprovação empírica.

O FMI em seu Relatório de abril de 2010 sobre a Estabilidade Financeira Global se posicionou contra a proibição do *naked* CDS e afirmou: “*Even though sovereign CDS may at times influence underlying Bond markets, particularly during periods of distress, banning ‘naked shorts’ would be ineffective and difficult to enforce. In addition, ‘naked shorts’ may be hard to define and such bans may hamper legitimate financial activity. Instead, transparency and collateral practices in CDS markets could be substantially improved to reduce risks*”¹⁹¹. A não efetividade de tal proibição reside na possibilidade de

líquida representa 0,5% do mercado de títulos soberanos, o que corresponde a 196 bilhões de dólares. Diferentemente, o mercado de CDS corporativo é praticamente equivalente ao mercado global de títulos de dívida corporativa. Cf. INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Op. cit.*, p. 46.

¹⁹⁰ Ibidem, p. 6.

¹⁹¹ Tradução livre: “Ainda que os CDS soberanos possam às vezes influenciar o mercado de títulos subjacente, especialmente durante períodos de turbulência, proibir operações “*naked short*” poderia ser ineficaz e difícil de aplicar. Além disso, operações “*naked shorts*” podem ser difícil de definir e tais proibições podem dificultar a atividade financeira legítima. Em vez disso, transparência utilização de

engenharia financeira e da operação ser realizada em outra jurisdição com regulação diversa. Soma-se a isso a inconsistência em se tratar de modo diferente o CDS soberano e o CDS corporativo.

Os prêmios dos CDS tendem a se mover em conjunto com os rendimentos do mercado de títulos, pois ambos refletem o risco de crédito da entidade de referência e dado que a possibilidade de arbitragem interliga ambos os mercados. Em condições normais a influência de um mercado em outro tende a ser baixa. No entanto, em situações de turbulência os prêmios dos CDS podem se destacar do mercado de títulos e mesmo influenciá-lo, conforme se depreende do Gráfico 14. Além disso, em virtude da pouca liquidez de CDS referenciados a determinados ativos subjacentes, os mercados de CDS ficam mais propensos a distorções¹⁹².

Cabe destacar que em geral o mercado de CDS tende a ser mais líquido que o mercado de títulos, especialmente quando há padronização do mercado de CDS. Podemos citar como exemplo os títulos soberanos gregos. Enquanto todos os CDS soberanos possuem uma única referência, que é o risco de crédito da Grécia, os títulos soberanos gregos estão divididos em várias emissões e com diversas especificidades e que coexistem no mercado, mas não são necessariamente intercambiáveis, ou não na mesma medida que os CDS. Tal liquidez permite que os agentes expressem mais facilmente sua visão acerca do risco de crédito de determinada entidade¹⁹³.

O fato de não ser costume exigir garantias quando uma entidade soberana emite um título de dívida tem como resultado a amplificação das preocupações com o risco de crédito de tal entidade, refletindo no preço a ser pago para adquirir proteção por meio de CDS soberano. Além disso, em situação de estresse cresce a necessidade de se realizar *hedges* considerados artificiais por meio da venda de ativos altamente correlacionados com o perfil de crédito do ente soberano, às vezes utilizando o *naked* CDS. São os chamados *hedge* “*jump-to-default*”, que podem pressionar o mercado de CDS soberano e de outras classes de ativos¹⁹⁴.

garantias nos mercados de CDS poderia ser substancialmente aprimorado para reduzir os riscos.” Cf. Ibidem, p. 45.

¹⁹² Ibidem, p. 47.

¹⁹³ EUROPEAN COMMISSION, *Impact Assessment accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps*, Bruxelas, 15/09/2010, p. 16, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_impact_assessment_en.pdf (acesso em 30/12/2014).

¹⁹⁴ INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Op. cit.*, pp. 8-9.

Apenas para exemplificar o *hedge* “*jump-to-default*”, caso determinado agente econômico esteja exposto ao risco de empresa grega, em cenário de turbulência, poderá ter interesse em transferir o risco de inadimplemento da própria Grécia, ainda que não esteja exposto a tal risco diretamente, dado que o inadimplemento da dívida soberana poderá impactar diretamente e negativamente na qualidade de crédito das empresas gregas. A racionalidade de tal operação pode ser encontrada na diferença de valores dos prêmios a serem pagos, de modo que o agente escolheria a proteção mais barata.

No Gráfico 15 fica evidente a volatilidade (e até mesmo inversão no caso de Grécia e Portugal) da curva do prêmio do CDS soberano entre janeiro e fevereiro de 2010 em decorrência da intensificação da crise, com aumento na demanda de operações de *hedge* “*jump-to-default*”. Tais movimentos podem, inclusive, se espalhar para o mercado interno de títulos de dívida, aumentando o valor dos juros a serem exigidos por investidores para realizar novas operações ou refinanciá-las, causando problemas de liquidez no momento em que ela é mais necessária¹⁹⁵. A princípio a exigência de garantias em emissões soberanas simplesmente evitaria toda essa problemática, mas aí surge a questão de como executar garantia contra entidade soberana.

Alguns Estados-Membros adotaram nacionalmente restrições à negociação de CDS soberano quando não se está exposto a tal risco.

Dentre as preocupações que buscaram ser equalizadas com proposta de Regulamento e que foram expressos no Sumário e na Declaração de Impactos que acompanhou o Projeto de Regulamento, destacamos:

(i) a falta de transparência do mercado de CDS e a existência de assimetrias informacionais, pois na maioria dos Estados-Membros não há regras de divulgações de informações acerca de operações com CDS. A obtenção de tais informações é facilitada nos países que possuem *Trade Repositories*. O *Depositary Trust and Clearing Company* (DTCC) nos Estados Unidos é central de informações das operações de CDS realizadas em tal mercado e pretende abranger até 95% das operações com CDS realizadas em âmbito mundial. Os reguladores teriam que solicitar ao DTCC tais dados, sendo que as informações que o DTCC possui referem-se a posições e não a operações específicas. Não eram frequentes as requisições de informações ao DTCC, dado que sua disponibilização e a preocupação com o mercado de CDS eram bastante recentes, mas esse cenário mudou

¹⁹⁵ Ibidem, p. 9.

com a promulgação em 2010 do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, conforme será detalhado adiante;

(ii) a interação dos CDS soberanos com o mercado de títulos soberanos e a possibilidade de que isso possa provocar uma formação incorreta de preços no mercado de títulos, ensejando a elevação do custo de financiamento dos Estados-Membros. Acrescente-se o fato de que o mercado de CDS tende a ser mais líquido do que o mercado de títulos, de modo que, conseqüentemente, aqueles que operam com CDS tendem a ser mais ativos do que os investidores em títulos;

(iii) possibilidade de haver acúmulo de posições que possam causar instabilidade financeira ou mesmo causar abuso de mercado. A falta de informações sobre o mercado de CDS dificulta que os reguladores detectem este tipo de conduta;

(iv) possibilidade de especuladores utilizando CDS provocarem a redução dos valores pagos por investidores por títulos soberanos. Quando há elevação do volume de transferência de risco por meio de CDS soberano, seu preço tende a aumentar, o que indica que o risco de crédito do ente soberano aumentou, de modo que os investidores cobrariam maior rentabilidade para adquirir títulos soberanos ou para refinarciar os títulos dos quais são titulares;

(v) possibilidade de arbitragem regulatória, dadas as diferentes regras adotadas pelos Estados-Membros; e

(vi) *moral hazard*, em que há incentivo para o titular do CDS precipitar o evento de crédito para receber o pagamento previsto no CDS¹⁹⁶.

As discussões sobre a proposta de Regulamento com a proibição dos CDS soberanos descobertos foram bastante controversas entre os países membros. A Alemanha era favorável, enquanto que o Reino Unido – maior centro de negociação de CDS da União Europeia – era contrário por entender que se tratava de medida contraprodutiva. Itália e Espanha também eram contrárias a tal proibição por considerarem que tal medida poderia assustar investidores, reduzir a confiança dos agentes de mercado e aumentar seus custos de captação.

A União Europeia, no entanto, em 14 de março de 2012 por meio do Regulamento n.º 236/2012, passou a dar tratamento uniforme à matéria, de modo a evitar a arbitragem

¹⁹⁶ Cf. EUROPEAN COMMISSION, *Summary of the Impact Assessment accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps*, Bruxelas, 15/09/2010, pp. 3-4, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/resume_impact_assesment_en.pdf (acesso em 30/12/2014) e também EUROPEAN COMMISSION, *Impact (...)*, pp. 23-32.

regulatória. O Regulamento n.º 236/2012, que entrou em vigor em 1º de novembro de 2012 ao normatizar as vendas a descoberto (*short selling*)¹⁹⁷ e certos aspectos dos CDS proibiu as operações de CDS a descoberto tendo títulos soberanos como ativos subjacentes, buscando (i) reduzir os riscos de círculos viciosos de quedas de preços resultantes de posições com CDS; (ii) aumentar a transparência das operações com CDS e (iii) reduzir a possibilidade de arbitragem regulatória e os custos de conformidade¹⁹⁸.

O Considerando n.º 5 do Regulamento n.º 236/2012 menciona que as imposições devem pôr fim à atual situação fragmentada em que os Estados-Membros têm tomado medidas divergentes. Quer-se evitar, de forma harmonizada, os potenciais riscos resultantes das operações de *naked* CDS soberano.

No Considerando n.º 21 parece haver confusão entre os CDS e os contratos de seguro, pois há a menção de que o CDS soberano deverá basear-se no princípio do interesse segurável. No entanto, ainda que estejamos falando de instituto com natureza jurídica diversa do seguro, podemos depreender a necessidade de existência de risco de inadimplemento ou de desvalorização da dívida soberana a serem protegidos pelo CDS para que este atue efetivamente como instrumento de proteção contra o risco de crédito da contraparte. Observe-se, contudo, que pode haver situações em que o interesse segurável não incida necessariamente sobre um título soberano, mas sobre uma carteira, mas neste caso a operação não será permitida em virtude de tal regulamento, restringindo as possibilidades de gestão eficiente de riscos.

Serão consideradas todas as exposições ao se avaliar a existência do que a norma denomina interesse segurável, incluindo empréstimos concedidos, créditos a receber e garantias recebidas. Inclui também as exposições indiretas, decorrentes, nomeadamente, da exposição a índices, fundos ou veículos de investimento específico.

¹⁹⁷ O Regulamento n.º 236/2012 define venda a descoberto (*short sale*) em seu artigo 1º, alínea “b” como sendo:

“Venda a descoberto”, relativamente a uma ação ou a um instrumento de dívida, significa qualquer venda de ações ou instrumento de dívida de que o vendedor não seja titular no momento em que celebra a venda, incluindo a venda em que, no momento em que é celebrada, o vendedor tenha tomado emprestado ou acordado em tomar emprestado as ações ou o instrumento de dívida para entrega na liquidação, excluindo-se:

(i) vendas efetuadas por qualquer das partes com acordo de recompra em que uma parte tenha acordado em vender à outra valores mobiliários a um preço determinado com o compromisso de revenda pela outra parte em data futura e a outro preço determinado,

(ii) transmissões de valores mobiliários efetuadas no âmbito de contratos de empréstimo de valores mobiliários, ou

(iii) a celebração de um contrato futuro ou outro contrato de derivativo no qual se acorde a venda de valores mobiliários a um preço determinado numa data futura.

¹⁹⁸ EUROPEAN COMMISSION, *Summary* (...), p.4.

O Considerando n.º 22, por sua vez, pressupõe que a realização de operações com CDS soberano sem exposição a tal risco pode ter um impacto negativo na estabilidade do mercado de dívida soberana, motivo pelo qual tal operação deveria ser proibida para pessoas físicas e jurídicas. Contudo, o Regulamento parece reconhecer que os efeitos da proibição também podem ter impacto negativo no mercado de dívida soberana, pois assevera que aos primeiros sinais de que tal mercado não está funcionando convenientemente a autoridade competente deverá poder suspender temporariamente a proibição à negociação de *naked* CDS soberano. Referida suspensão deverá basear-se em fundamentos objetivos resultantes de uma análise dos indicadores estabelecidos no Regulamento, sem prejuízo da utilização de indicadores suplementares.

A preocupação com eventual impacto adverso sobre a liquidez dos mercados de títulos soberanos e dos mercados de recompra de obrigações soberanas é tratada no Considerando n.º 24, que estabelece que as medidas deverão impor requisitos proporcionais e que simultaneamente deverá ser evitado referido impacto adverso.

Observa-se que a norma também visa permitir maior controle das operações de CDS soberano em cenários de turbulência no mercado, de tal sorte que em determinadas situações poderá haver emergencialmente a imposição de outras restrições (ainda que no âmbito de apenas um Estado-Membro) para evitar a desvalorização de determinado ativo. Assevera o Considerando n.º 27 que caso ocorram acontecimentos adversos – não necessariamente financeiros ou econômicos, tais como catástrofes naturais ou atos de terrorismo – e que constituam uma ameaça grave à estabilidade financeira ou à confiança do mercado em um Estado-Membro ou mesmo na União Europeia, as autoridades competentes deverão ter poderes de intervenção para exigir maior transparência ou impor restrições temporárias às operações com CDS soberano, a fim de evitar uma redução abrupta do preço de um instrumento financeiro. Observa que ao tomarem tais medidas as autoridades competentes deverão levar em conta o princípio da proporcionalidade.

A definição de CDS soberano descoberto consta do artigo 4º do Regulamento, que prevê como sendo a operação de CDS soberano aquele que não é utilizado como proteção contra (i) o risco de inadimplemento pela entidade soberana quando o transferidor do risco é titular de dívida soberana ou (ii) o risco de desvalorização da dívida soberana nos casos em que o transferidor do risco seja titular de ativos ou passivos, incluindo mas não se limitando a contratos financeiros, carteira de ativos ou obrigações financeiras cujo valor tenha uma correlação com o valor da dívida soberana, etc.

No artigo 14 do Regulamento estão previstas as restrições aos CDS soberanos descobertos. As operações de CDS soberano permitidas são aquelas que não conduzam a posição descoberta definida no artigo 4º, sendo facultado às autoridades competentes suspender temporariamente as restrições se, com base em fundamentos objetivos¹⁹⁹, considerarem que o respectivo mercado de dívida soberana não está funcionando adequadamente e que tais restrições podem ter um impacto negativo sobre o mercado de CDS soberano, sobretudo por aumentarem o custo da dívida para os emitentes soberanos ou afetarem a capacidade dos emitentes soberanos de emitir nova dívida. Todavia, antes de suspender as restrições, a autoridade competente relevante deve notificar a *European Securities and Markets Authority* (ESMA) e as outras autoridades competentes acerca da suspensão proposta e dos fundamentos em que se baseia.

Destaque-se que a suspensão será válida por um período inicial que não poderá exceder doze meses a contar da data da sua publicação no *site* da autoridade competente. A suspensão pode ser prorrogada por períodos não superiores a seis meses se os motivos para a suspensão se mantiverem. Se a suspensão não for prorrogada no final do período inicial ou de qualquer das prorrogações, perde sua vigência automaticamente. No prazo de vinte e quatro horas a contar da notificação pela autoridade competente a ESMA deverá emitir um parecer não vinculante sobre a intenção de suspender ou de prorrogar a suspensão, independentemente dos fundamentos utilizados pela autoridade competente.

Prescreve o artigo 21 do Regulamento que em circunstâncias excepcionais a autoridade competente poderá limitar a possibilidade de agentes realizarem operações com CDS soberano ou mesmo limitar o valor de posições descobertas em CDS soberanos sempre que: (i) ocorrerem acontecimentos ou desenvolvimentos desfavoráveis que constituam uma ameaça grave para a estabilidade financeira ou para a confiança do mercado no Estado-Membro em questão ou de outro Estado-Membro e (ii) a medida for necessária para lidar com a ameaça e não tiver um efeito negativo desproporcional aos benefícios na eficiência dos mercados financeiros.

¹⁹⁹ Nos termos do parágrafo 2º do artigo 14 do Regulamento os fundamentos objetivos baseiam-se nos seguintes indicadores:

- a) Taxa de juro da dívida soberana elevada ou crescente;
- b) Alargamento do spread da taxa de juro da dívida soberana em relação à dívida soberana de outros emitentes soberanos;
- c) Alargamento do spread do CDS soberano em relação à própria curva e em relação a outros emitentes soberanos;
- d) Tempestividade do regresso do preço da dívida soberana ao seu equilíbrio original após uma transação avultada;
- e) Montantes de dívida soberana que é possível negociar.

As autoridades competentes podem utilizar outros indicadores além dos referidos nas alíneas “a” e “e”.

O Regulamento garante às autoridades competentes, dentre outros poderes previstos no artigo 33, os necessários para requerer dos agentes que realizam operações de CDS informações sobre (i) o propósito da operação, indicando se esta visa a proteção contra determinado risco ou outra finalidade; (ii) a comprovação do risco subjacente caso a operação seja utilizada para fins de proteção, etc.

Nos Estados Unidos, ainda que em 2004 a SEC tenha adotado a *Regulation SHO*, que trata, entre outros assuntos, da prática de *short selling*, não há norma específica relativa a tal prática com CDS e CDS soberano.

4.2.3 – CDS a descoberto e “descoberta de preço”

Estima-se que 80% das contrapartes transferidoras do risco realizam operações de CDS a descoberto²⁰⁰. Importante destacar que as operações de CDS nas quais a AIG era parte receptora do risco não foram realizadas a descoberto, mas protegiam sua contraparte contra o risco de inadimplemento de títulos de dívida decorrentes de securitização e que tinham como lastro créditos de financiamentos *subprime*²⁰¹.

HOUMAN B. SHADAB observa que as preocupações com relação à manipulação dos mercados e com a piora da situação financeira de empresas abertas por meio da utilização de CDS deveriam ser contrabalanceadas com a importância do CDS na descoberta de preço. Apresenta interessante contraponto ao fato das operações de CDS a descoberto criarem risco de crédito artificialmente, afirmando que em virtude da função de descoberta de preço a volatilidade financeira pode ser reduzida com o aumento da negociação de CDS.

Entende que se o mercado de CDS fosse ainda mais desenvolvido, provavelmente os riscos decorrentes dos títulos securitizados lastreados em financiamentos *subprime* não teriam sido mal precificados ou não por muito tempo, refletindo rapidamente o maior risco deste tipo de financiamento. Por esta razão o CDS a descoberto, que corresponde à maior fração de tal mercado é dotado de grande relevância, de sorte que se fosse proibido acarretaria impacto negativo na adequada precificação de risco de crédito, aumentando a probabilidade de tomada de excessivo risco em instrumentos de dívida devido à sua

²⁰⁰ SHADAB, Houman B., *Op. cit.*, , p. 457.

²⁰¹ Ibidem, p. 458.

incorreta precificação²⁰². A incorreta precificação, contudo, também pode ter o efeito inverso quando se acredita que determinado ativo é mais arriscado do que realmente é, reduzindo a tomada de risco de referido ativo.

Observamos, contudo, que o mercado de CDS em 2008 era altamente desenvolvido e o fato de ser possível criar risco por meio da negociação de CDS a descoberto indica aumento na volatilidade do mercado financeiro, especialmente na ocorrência de eventos de crédito quando há excessiva tomada de risco. Nesse sentido, consideramos que os ganhos com a descoberta de preço não superam as vicissitudes decorrentes da criação de risco.

4.3 – Incentivos para credores de empresas em crise e o problema do “credor vazio”

O crescimento da utilização de derivativos de crédito, especialmente o CDS, traz uma série de novos desafios para a solução de crises econômico-financeiras. A complexidade da renegociação de dívidas, da recuperação judicial, da recuperação extrajudicial e da falência são ampliadas, uma vez que até a ocorrência do evento de crédito²⁰³ temos um agente que figura como credor e um desconhecido, que é o titular do risco de crédito (contraparte receptora do risco em operação de CDS), o que nos permite dizer que há um evidente conflito de agência²⁰⁴.

A utilização do CDS torna possível separar a titularidade jurídica do interesse econômico no ativo subjacente, ensejando o problema do credor vazio (“*empty creditor problem*”)²⁰⁵, no qual o credor que está protegido pelo CDS não teria interesse na

²⁰² Ibidem, p. 458, 462.

²⁰³ Vale lembrar que as partes podem negociar em operação de CDS os mais variados eventos de crédito, que podem abranger o não pagamento de dívida acima de determinado valor, rebaixamento da classificação de crédito da entidade de referência, contingências em montante que supere um valor previamente acordado, renegociação de dívidas, recuperação judicial, recuperação extrajudicial, falência, etc.

²⁰⁴ Ocorre o problema da agência quando em uma relação uma das partes, denominada principal, delega o exercício de direitos à outra parte, denominada agente. A grande questão em tais relações refere-se ao fato de que os interesses do agente podem não corresponder aos do principal, devendo o principal monitorar o agente para garantir que a atuação seja conforme seus interesses. Contudo, este monitoramento não é perfeito, nem isento de custos, podendo chegar à inviabilidade econômica. A imperfeição no monitoramento abre margem ao oportunismo, de modo que há dispêndio de recursos tanto em virtude do monitoramento quanto pelas consequências do comportamento oportunista.

²⁰⁵ A dissociação entre a titularidade jurídica e o interesse econômico, resultando no que foi denominado voto vazio (*empty voting*) foi inicialmente estudada por Henry T. C. Hu e Bernard Black. Afirmam que o credor que está protegido tem poucos incentivos para cooperar com empresas em crise e evitar sua falência e caso a empresa já esteja em processo de falência o credor protegido não terá interesse em maximizar o valor da empresa. Afirmam que o problema do credor vazio pode ampliar o risco sistêmico, pois há piora no

continuidade da empresa, mas sim em receber rapidamente o valor contratado no CDS, agindo de modo oportunista, situação com a qual nossa legislação falimentar não está preparada para lidar.

O devedor, em regra, não sabe da transferência do risco de crédito realizado por meio do CDS, de modo que formalmente todas as negociações continuam sendo realizadas com o credor, que terá grandes incentivos para não cooperar com o devedor ou para atuar de modo a aumentar a probabilidade de ocorrência do evento de crédito, pois em tal situação receberá rapidamente o valor de proteção contratado e não terá que lidar com os problemas decorrentes da situação econômico-financeira crítica do devedor. O credor protegido pelo CDS receberá o valor integral do seu crédito à vista e não precisará continuar sujeito ao risco de crédito do devedor, aguardar ser pago conforme a ordem de preferência falimentar, esperar o desfecho de um processo de recuperação judicial ou mesmo a homologação de um plano de recuperação extrajudicial, os quais tendem a ser desfavoráveis ao credor, haja vista que o pagamento em geral (i) não é realizado integralmente, pois é comum o pagamento com algum desconto (*haircut*); (ii) é realizado em longo prazo, após um período de carência e (iii) conta com remuneração menor do que aquela prevista na obrigação principal, embora a remuneração devesse ser maior, pois o risco de crédito assumido também é maior.

A possibilidade de realização de operações de CDS a descoberto pode agravar o problema do credor vazio, na situação em que o transferidor do risco é titular do ativo subjacente e decide transferir o risco de crédito em montante superior ao valor de tais ativos para obter ganho na ocorrência de um evento de crédito. Em tal hipótese a insolvência pode ser mais lucrativa do que a solvência, já que o valor acordado de proteção é recebido imediatamente. É possível uma situação limite em que uma parte adquire créditos de empresa em crise com o objetivo de transferir risco em montante muito superior a tais créditos, atuando de modo a antecipar a ocorrência de um evento de crédito para lucrar na operação de CDS, distorcendo o mercado secundário de crédito e o processo

relacionamento entre devedor e credor protegido, bem como pouca preocupação com o risco de crédito da contraparte no momento de realização de um empréstimo. Cf. HU, Henry T. C.; BLACK, Bernard, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, University of Pennsylvania Law Review, vol. 153, n.º3, 2008, pp. 625-739, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1030721 (acesso em 30/12/2014); *Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, European Financial Management, vol. 14, 2008, pp. 1-42, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1084075> (acesso em 30/12/2014); *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, Southern California Law Review, vol. 79, n.º4, 2006, pp. 811-908, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=904004 (acesso em 30/12/2014).

falimentar. No entanto, considerando que tanto o mercado secundário de crédito quanto o mercado de CDS incorporam no valor do ativo subjacente e no valor do prêmio para a contratação do CDS, respectivamente, o aumento no risco de crédito da entidade de referência, a possibilidade de ganhos ora prevista dependeria de uma distorção em tais mercados. Trata-se de um ciclo vicioso²⁰⁶.

4.3.1 – Falência como evento de crédito, mas devedor pede Recuperação Judicial

Se no CDS apenas a falência do devedor for considerada evento de crédito, não haverá incentivos para a renegociação da dívida, mas sim para o credor protegido requerer a falência, dado que, de certa forma, o acionamento deste evento de crédito está sob seu controle. Em tal situação também não haverá incentivos para a renegociação da dívida quando a vigência do CDS está próxima de seu termo final, uma vez que se não ocorrer o evento de crédito o credor terá despendido recursos com o pagamento do prêmio e no vencimento do CDS continuará assumindo o risco de crédito do devedor. Neste caso, quanto mais próximo o vencimento do CDS, maiores serão os incentivos do credor para atuar de modo a acelerar a ocorrência do evento de crédito para poder receber o valor da proteção contratada²⁰⁷.

Caso o evento de crédito seja a falência e o devedor requeira a recuperação judicial, pode-se até mesmo alegar que o voto do credor (que contratou CDS) na Assembleia de Credores seria abusivo caso contrário ao plano de recuperação, situação na qual o juiz deveria desconsiderar tal voto ao constatar tal ocorrência. A grande dificuldade está na constatação do voto abusivo, pois independente da contratação do CDS, podemos estar diante de empresa que é economicamente inviável e a atuação do juiz de modo a não considerar o voto dos credores protegidos por CDS poderia, no limite, permitir a continuidade de empresas inviáveis, com prejuízo a todos os credores e à sociedade.

²⁰⁶ A ISDA analisou situação semelhante tendo como parâmetro o valor para compra de proteção por meio de CDS e de créditos das empresas Abitibi e Lyondell e verificou que seria possível adquirir créditos destas empresas e contratar CDS em montante superior a tais créditos, resultando em lucro na ocorrência de evento de crédito, mas se este não se concretizasse as perdas seriam substanciais. Cf. MENGLE, David, *The Empty Creditor Hypothesis*, ISDA Research Notes n.º 3, 2009, p. 10, disponível em <http://www.isda.org/researchnotes/pdf/ISDa-research-notes3.pdf> (acesso em 30/12/2014).

²⁰⁷ LUBBEN, Stephen J., *Credit Derivatives and the Future of Chapter 11*, The American Bankruptcy Law Journal, vol. 81, 2007, p. 427, disponível em <http://www.iiiglobal.org/component/jdownloads/finish/666/5999.html> (acesso em 30/12/2014).

Além disso, credores que contrataram CDS sem estarem expostos ao risco de crédito do devedor (ou com exposição inferior ao valor do CDS contratado) podem adquirir créditos contra o devedor por meio de cessão de crédito – especialmente se o devedor estiver com problemas financeiros e tal crédito for cedido com deságio relevante – com o objetivo de votar na Assembleia de Credores contrariamente ao plano de recuperação proposto para que a empresa seja declarada falida e assim receber à vista o valor contratado no CDS com a ocorrência do evento de crédito, que no caso seria a falência. Os maiores credores protegidos por CDS por ficarem em melhor situação com a ocorrência do evento de crédito podem adquirir mais créditos contra a entidade de referência, de modo a conseguirem posição de bloqueio do plano de recuperação judicial e levarem a empresa à falência e assim receberem o valor acordado no CDS. Nesta hipótese o valor a ser recebido à vista com o CDS deve compensar a compra de títulos adicionais da empresa que faliu²⁰⁸. Trata-se de um efeito deletério do CDS, que apesar de servir para a proteção do credor, pode acelerar (ou até mesmo acarretar) a falência do devedor.

Tudo isso ocorre em detrimento do interesse na continuidade de empresas economicamente viáveis, mas que estão temporariamente em crise, o que vai de encontro à premissa fundamental de qualquer reestruturação de dívidas, qual seja, que os credores têm interesse em que a companhia se mantenha solvente e distante da falência, maximizando o seu valor. É possível até mesmo averiguar a configuração de abuso de maioria caso a maioria dos credores tenha contratado proteção por meio do CDS.

O Gráfico 16 mostra o aumento no volume de negociações das ações semanas antes e depois do pedido de falência de algumas empresas norte americanas que eram entidade de referência em operações com derivativos de crédito nos Estados Unidos.

É digno de nota que nem sempre o receptor do risco terá interesse em incorrer em custos (inclusive os de aprendizagem) para participar da recuperação judicial do devedor, especialmente se tal agente recepcionou risco de crédito apenas para fins de obter renda com o recebimento do prêmio, como ocorreu com muitos *hedge funds* nos Estados Unidos. Nesse sentido, caso consideremos que os maiores credores são aqueles com a maior probabilidade de contratarem proteção por meio de CDS, o crescimento da utilização do

²⁰⁸ LUBBEN, Stephen J.; NARAYANAN, Rajesh P., *CDS and the Resolution of Financial Distress*, Seton Hall Public Law Research Paper No. 2012-12, 2012, p. 7, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2152643> (acesso em 30/12/2014).

CDS poderá alterar a tendência dos maiores credores controlarem o desfecho do processo de recuperação judicial²⁰⁹.

Vale destacar que é comum que as renegociações de dívidas e os planos de recuperação judicial sejam primeiro acordados com os maiores credores para posteriormente serem submetidos aos demais. A utilização de CDS poderá subverter esta lógica e aumentar os conflitos entre os credores, pois os maiores credores, que costumam ser os mais interessados e ativos nas renegociações de dívida, não terão incentivos para assim agir, o que pode resultar na aprovação de renegociações e planos de recuperação mais arriscados. Em virtude da concentração das contrapartes receptoras de risco em operações de CDS, após a ocorrência de evento de crédito poderá haver uma concentração de créditos nas mãos de tais contrapartes²¹⁰.

Trata-se de um desafio para a Lei de Falências, uma vez que a premissa é que o credor é o titular do risco de crédito do devedor. Em decorrência da transferência de risco por meio de CDS o credor passa a atuar considerando seu interesse como contraparte em operação de CDS, o que conflita e é contrário aos interesses de um credor que não está protegido por tal instrumento financeiro²¹¹.

A pergunta que deve ser feita é como o Direito, por meio da regulação, pode resolver ou mitigar este problema. Algumas possíveis soluções seriam a obrigatoriedade de outorga de procuração pelo credor ao receptor do risco para que este vote na Assembleia de Credores como melhor lhe aprouver, protegendo seus interesses e evitando que o credor tenha direito desproporcional a seu interesse econômico. Neste caso o problema persiste, pois o receptor do risco atuará de modo a evitar a ocorrência do evento de crédito, podendo aprovar planos de recuperação que são inviáveis ou de empresas inviáveis, causando evidente prejuízo a todos os credores, mesmo àqueles que não contrataram CDS. O CDS, portanto, distorce o sistema de incentivos tanto para o credor quanto para o receptor do risco.

Outra possível alternativa seria a obrigação dos credores votantes informarem ao administrador judicial se estão com seus créditos protegidos por meio de CDS, de modo que o juiz possa desconsiderar o voto considerado abusivo. Em tal situação a dificuldade seria comprovar a abusividade e o excessivo poder do juiz, que no limite poderia determinar o resultado da Assembleia de Credores. Cabe indagar também se e como foi

²⁰⁹ LUBBEN, Stephen J., *Op. cit.*, p. 426.

²¹⁰ *Ibidem*, p. 428.

²¹¹ *Ibidem*, p. 407.

realizada a alocação de riscos em tais situações e se na precificação do CDS o receptor do risco considerou o problema do credor vazio, situação na qual não deveria estar envolvido com a recuperação judicial.

Se o evento de crédito for a falência, o problema do credor vazio não ocorre após o devedor ser declarado falido. Se a liquidação for física o evento de crédito já ocorreu e o transferidor do risco deverá entregar ao receptor do risco o ativo subjacente sujeito ao evento de crédito e será o receptor do risco quem deverá participar do processo falimentar. Neste caso a parte protegida pelo CDS não interferirá no procedimento de liquidação dos ativos e pagamento do passivo e receberá o valor acordado no CDS. Se a liquidação for financeira o transferidor do risco receberá o valor acordado no CDS e permanecerá com a propriedade do ativo subjacente, tendo incentivos para maximizar o valor da empresa, o que acarreta na maximização do valor de recuperação do seu crédito²¹².

4.3.2 – Recuperação Judicial como evento de crédito, mas devedor quer renegociar a dívida, inclusive por meio da Recuperação Extrajudicial

Na hipótese de o evento de crédito ser a recuperação judicial da entidade de referência o credor que transferiu a integralidade do risco de crédito ao receptor do risco por meio da contratação de CDS terá incentivos para não levar a cabo ou até mesmo dificultar uma eventual renegociação, recuperação extrajudicial ou a concessão *waivers*²¹³ ou *standstills*²¹⁴, ainda que seus termos não sejam prejudiciais, de modo a pressionar o devedor a pedir a recuperação judicial, pois com a ocorrência do evento de crédito o credor receberá imediatamente o montante acordado no CDS.

STEPHEN J. LUBBEN analisa a questão sob outro ângulo e afirma que a potencial rotatividade de titulares dos títulos de dívida, alterando-se de uma diversidade de titulares com vários tipos de incentivos para alguns poucos participantes do mercado de CDS poderá reduzir conflitos entre as classes de credores e aumentar a tolerância a riscos dos credores ao votarem o plano apresentado pelo devedor (ou a proposta de renegociação). Isso pode levar à aprovação de planos mais arriscados, o que ensejaria que os tribunais

²¹² MENGLE, David, *Op. cit.*, pp. 5;110.

²¹³ Renúncia temporária ou permanente a algum direito constante do instrumento que formaliza a concessão do crédito – título de crédito ou contrato.

²¹⁴ Renúncia temporária ao direito de promover a cobrança judicial ou extrajudicial do devedor.

assegurassem que os credores remanescentes entenderam o conteúdo do plano e estão cientes de seus riscos²¹⁵.

Outra possibilidade para mitigação do problema do credor vazio seria impedir a transferência integral do risco de crédito por meio de CDS, de modo que o credor mantivesse parte do risco de crédito consigo. No entanto, tal restrição teria impactos negativos no mercado de CDS, pois afastaria aqueles que têm interesse em transferir a totalidade do risco de crédito, os quais teriam que optar por utilizar a cessão de crédito, o seguro de crédito, garantias bancárias ou outros instrumentos. Além disso, os impactos poderiam ser sentidos até mesmo no mercado de crédito, dado que determinados empréstimos poderiam não ocorrer sem a possibilidade de fácil transferência de seu risco de crédito.

Após a ocorrência do evento de crédito, que no caso seria a recuperação judicial, o problema do credor vazio deixa de existir, pois se a liquidação for física a habilitação no processo de recuperação judicial deverá ser feita pelo receptor do risco em operação de CDS e quando a liquidação for financeira a habilitação deve ser realizada pelo credor, que tem interesse no valor residual do ativo subjacente. Cabe notar que atualmente o padrão em operações de CDS é a liquidação financeira.

4.3.3 – Recuperação Extrajudicial como evento de crédito, mas devedor quer renegociar a dívida

Na hipótese do evento de crédito ser a recuperação extrajudicial, o comum é que o plano de recuperação extrajudicial seja acordado com os maiores credores – especialmente aqueles necessários para compor o quórum de aprovação – e depois levado aos demais. No entanto, os maiores credores são aqueles que provavelmente teriam transferido risco por meio de CDS e que em tal caso seriam beneficiados com o evento de crédito e não com o plano de recuperação extrajudicial.

Imaginando o cenário em que a maioria dos credores está protegido por CDS e que referidos credores não possuem relação de dependência com o devedor, estes terão mais interesse no recebimento do crédito do que na continuidade da empresa, invertendo a lógica da preservação de empresas viáveis e aumentando a possibilidade de risco sistêmico

²¹⁵ LUBBEN, Stephen J., *Op. cit.*, p. 54.

a depender do porte do devedor. Por esse raciocínio, tudo leva a crer que aumentará a ocorrência de eventos de crédito, não obstante a empresa possa ser economicamente viável. Há incentivo para a maximização do valor do CDS em detrimento dos investimentos realizados pelo devedor. A atuação do agente protegido por meio do CDS de forma egoísta e focada no curto prazo pode ser prejudicial não apenas para os demais credores, mas também para o sistema econômico como um todo.

Além do conflito entre credor protegido por CDS e a entidade de referência, é possível também haver conflitos entre os credores protegidos e não protegidos por CDS. A depender dos eventos de crédito previstos contratualmente, os credores protegidos tenderão a aceitar renegociações prejudiciais aos credores não protegidos ou mesmo iniciar processo de execução ou pedido de falência apenas para que a companhia fique mais próxima de um evento de crédito.

Na América do Norte tal problema é acentuado, dado que por razões históricas a “reestruturação” não costuma ser inserida nos contratos padrão de CDS como evento de crédito²¹⁶, conforme veremos adiante.

4.3.4 – Reestruturação de dívidas como evento de crédito

Em situações em que companhias estão em processo de reestruturação de dívidas os derivativos de crédito podem influir de forma decisiva em sua situação financeira. Entretanto, ainda não está claro de que modo e em qual intensidade se dá a influência destes derivativos em situação de desaquecimento econômico. Verificou-se que credores votaram contrariamente à proposta de reestruturação de determinadas empresas, de modo que estas foram à falência e os credores obtiveram prejuízo superior ao que poderiam obter caso tivessem aceitado a proposta inicial. Contudo, muitos agentes haviam transferido por meio de CDS o risco de crédito de empresas que em 2008 se encontravam à beira da falência, de modo que com sua falência, receberiam o vultoso valor da proteção acordado no CDS.

A reestruturação é um dos eventos de crédito mais difíceis de se lidar, pois não necessariamente acarreta a piora da qualidade do crédito da entidade de referência, mas podem ensejar o pagamento do valor acordado no CDS e lucro para a contraparte

²¹⁶ LUBBEN, Stephen J.; NARAYANAN, Rajesh, *Op. cit.*, p. 54.

transferidora do risco²¹⁷. Consiste a reestruturação de dívida na situação em que credores concordam em alterar as condições financeiras e/ou jurídicas de determinada operação creditícia (ex.: alteração do prazo para pagamento, inclusão de período de carência, alteração das garantias, da taxa de juros, dos valores a serem pagos, do tipo de instrumento que formaliza a dívida, da moeda de pagamento, etc.), em virtude da impossibilidade de cumprimento dos termos inicialmente avençados pelo devedor.

O caso Conseco foi paradigmático no que se refere à utilização do conceito de reestruturação como evento de crédito²¹⁸. Trata-se de empresa de grande porte que prestava serviços financeiros e de seguradora nos Estados Unidos. Em 2000 a empresa teve problemas de liquidez, o que a levou a renegociar com seus credores bancários alguns empréstimos, culminando com sua reestruturação, cujos termos englobava a prorrogação do prazo para pagamento, aumento de taxa de juros e inclusão de obrigações de fazer. Tal reestruturação poderia ser considerada evento de crédito nos termos dos CDS que tinham a Conseco como entidade de referência²¹⁹.

Dois aspectos do CDS são evidenciados com o Caso Conseco. O primeiro refere-se ao problema do conflito de interesses, dado que alguns dos CDS foram adquiridos por credores da Conseco que já estavam envolvidos na reestruturação da dívida. Com isso os credores que contrataram CDS seriam beneficiados com a ocorrência de evento de crédito após a conclusão da reestruturação da dívida. A solução jurídica para tal problema seria a proibição de contratação de CDS após o início da reestruturação da dívida, pois é mais fácil do que discutir no caso a existência de conflito de interesses, o que pela morosidade do Judiciário e complexidade da matéria poderá trazer resultados indesejados para a empresa que está com problemas financeiros caso o credor em suposto conflito de interesses tenha crédito em montante relevante e seja decisivo na reestruturação.

Outro aspecto refere-se ao impacto da opção pelo “*cheapest to deliver*” presente nas Definições de Derivativos de Crédito da ISDA em sua versão de 1999, de modo que quando a liquidação do CDS fosse física, era facultado ao transferidor do risco entregar o ativo subjacente inadimplido da entidade de referência ou escolher entre outros ativos inadimplidos com determinadas características. Assim o transferidor do risco maximiza o

²¹⁷ COLOZZA, Tommaso, *Standardization of Credit Default Swaps Market*, Working Paper, p. 10, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2366447> (acesso em 30/12/2014).

²¹⁸ LUBBEN e NARAYANAN citam outras empresas que passaram por dificuldades para renegociar suas dívidas em virtude da existência de credores que haviam transferido o risco de crédito. Dentre tais empresas: Marconi, (empresa de telecomunicação britânica), Lyondel-Basell, General Growth Properties, Six Flags, Abitibi-Bowater, General Motors e Chrysler. (*Op. cit.*, p. 8).

²¹⁹ DAS, Satyajit, *Op. cit.*, pp. 101-102.

valor de recuperação ao adquirir o ativo mais barato para satisfazer a obrigação contratual. Em tal situação haverá incentivos para comportamentos oportunistas.

No caso em questão a Conseco havia emitido títulos de dívida com diferentes vencimentos. Os títulos de curto prazo eram negociados a 90% de seu valor de face enquanto que os títulos de longo prazo com vencimento em até 30 anos eram negociados a preços que variavam entre 60% a 70% de seu valor de face. Em virtude da regra do “*cheapest to deliver*” os transferidores do risco entregaram os títulos de longo prazo na liquidação do CDS, o que causou prejuízos para os receptores do risco de crédito²²⁰. A consequência foi uma reação negativa por parte dos participantes deste mercado, que se recusaram a recepcionar risco de crédito por meio de CDS quando havia a previsão contratual da reestruturação como evento de crédito. Alguns receptores de risco de crédito cobravam mais caro (entre 10 e 20 *basis points* adicionais) quando a documentação incluía a reestruturação dentre os eventos de crédito²²¹.

Diante de tal situação o regulador norte-americano (*Federal Reserve*) e o francês (*Commission Bancaire*) anunciaram que a consequência para a exclusão da reestruturação como evento de crédito seria a não liberação de capital regulatório em operações com CDS (ou seja, deixava-se de considerar que o transferidor do risco por meio de CDS passou a assumir o risco de crédito do receptor do risco e não mais da entidade de referência), pois consideravam que a reestruturação era evento essencial para que haja a total transferência do risco de crédito²²².

A ISDA resolveu revisar a documentação relativa ao CDS e emitiu o *Restructuring Supplement* (denominado de *Modified Restructuring*)²²³ em 2001, que previa: (i) no que se refere ao conflito de interesses, a reestruturação de empréstimos bilaterais não poderia ser considerada evento de crédito se ao menos 4 credores e 2/3 deles concordassem com a reestruturação e (ii) com relação ao “*cheapest to deliver*” houve limitação na data de vencimento dos títulos a serem entregues para o recebimento da quantia acordada no CDS, sendo que a data máxima passou a ser o mais cedo entre 30 anos da data de reestruturação

²²⁰ Situação semelhante aconteceu com a Xerox, que em 2002 renegociou linha de crédito rotativa no valor de 7 bilhões de dólares, o que acarretou em evento de crédito. Os transferidores do risco por meio de CDS tinham a faculdade do “*cheapest to deliver*” e a exerceram entregando aos receptores do risco título com vencimento em 2016, que estava sendo negociado por 70% de seu valor de face. Cf. HJORT, Viktor, *The Xerox Debt Restructuring – A Moral Hazard Issue?*, Morgan Stanley, Fixed Income Research (19 de julho de 2002), Nova York.

²²¹ DAS, Satyajit, *Op. cit.*, pp. 102-103.

²²² *Ibidem*, p. 103.

²²³ Texto completo do *Restructuring Supplement* disponível em http://www.isda.org/c_and_a/pdf/restructuring_supplement.pdf (acesso em 30/12/2014).

ou a data de vencimento da operação renegociada, mas podendo o título a ser entregue sempre ter data de vencimento até a data final de vigência do CDS. Além disso, os títulos a serem entregues não deveriam ter restrições ou ensejar a necessidade de consentimento do devedor para a sua transferência²²⁴.

Sendo assim os CDS poderiam ser negociados de três modos diferentes: (i) “R” (*restructuring*), com a previsão normal da reestruturação como evento de crédito, (ii) “NR” (*no restructuring*), sem a previsão de reestruturação e (iii) “MR” (*modified restructuring*), com as previsões do *Restructuring Supplement*. O MR era padrão em operações realizadas na América do Norte, enquanto que o R era bastante utilizado em operações na Europa e Ásia²²⁵.

A Europa desenvolveu o “MMR” (*Modified Restructuring*), de modo que a ISDA alterou sua posição com relação à reestruturação nos *Credit Derivatives Definitions* de 2003, o qual previa: (i) inclusão do conceito de “*Multiple Holder Obligation*”, que, caso aplicável, exclui a reestruturação bilateral como evento de crédito; (ii) limitação similar ao MR no que se refere à data de vencimento dos títulos que poderão ser entregues em caso de reestruturação se não houver restrições para a transferência dos títulos e (iii) inclui títulos que necessitam de consentimento do devedor para sua transferência, mas tal consentimento não deverá ser injustificadamente negado ou atrasado, mas há limitação de vencimento similar ao MR, sendo de até 60 meses da data da reestruturação para títulos de dívida e empréstimos reestruturados e 30 meses da data da reestruturação para outras obrigações, sendo certo que em ambos os casos o vencimento não poderá ser inferior que o vencimento do CDS²²⁶.

Com isso quatro são as possibilidades de previsão contratual no que se refere à reestruturação: NR, R, MR e MMR, o que enseja diferença de preço na transferência de risco, que varia de 5% a 20% do valor cobrado. Até mesmo operações estruturadas que contam com CDS embutido são precificadas de modo diferente em virtude do modelo adotado no que se refere à reestruturação como evento de crédito²²⁷.

Os Estados Unidos seguem em maior medida o MR, a Ásia o R e a Europa o R ou o MMR. Os europeus não costumam utilizar o MR, pois (i) seus títulos de dívida corporativos são em geral de longo prazo; (ii) os empréstimos realizados em geral

²²⁴ DAS, Satyajit, *Op. cit.*, p. 104.

²²⁵ Ibidem, p. 105.

²²⁶ Ibidem, pp. 105-106.

²²⁷ Ibidem, pp. 106; 108.

necessitam de consentimento do devedor para sua transferência; (iii) os bancos europeus normalmente necessitam de operações de CDS para obter liberação de capital regulatório e (iv) por entenderem que o MR não protege os receptores de risco de crédito adequadamente²²⁸.

4.3.5 – Estudo empírico realizado pela ISDA sobre o problema do credor vazio

Objetivando questionar plausibilidade lógica e empírica do problema do credor vazio, especialmente no que tange à assertiva de que a disponibilidade de CDS aumentaria a ocorrência de falências ao invés de recuperações extrajudiciais, a ISDA realizou, em 2009, estudo sobre o assunto e a conclusão foi que os dados estatísticos não confirmaram a teoria do credor vazio, dado que a disponibilidade de CDS não reduziu a probabilidade de ocorrência de recuperações extrajudiciais²²⁹.

O estudo contempla a análise das recuperações extrajudiciais que ocorreram em 2008 e na primeira metade de 2009. Neste período 21 empresas entraram em recuperação extrajudicial e o CDS estava disponível para 11 delas. Dentre tais recuperações extrajudiciais apenas 4 delas foram convoladas em falência e dentre estas 4 empresas, 2 delas possuíam CDS disponível. Estes dados também não suportam a existência do problema do credor vazio, pois a disponibilidade de CDS não aumentou o número de empresas que vieram a falir após a recuperação extrajudicial²³⁰. Seria conveniente que o mesmo estudo considerasse um maior número de empresas e mais prolongado lapso temporal.

Em sentido contrário, estudo que abrangeu o período de 1997 a abril de 2009 afirma que tanto a probabilidade de rebaixamento da classificação do risco de crédito quanto a probabilidade de falência de uma empresa aumentam após a introdução do CDS referenciado a tal empresa, de modo que curiosamente o CDS que tem por finalidade

²²⁸ Ibidem, pp. 107-108.

²²⁹ MENGLE, David, *Op. cit.*, p. 9.

²³⁰ Idem.

realocar o risco de crédito acabaria aumentando o risco de crédito por dificultar renegociações de dívidas e recuperações extrajudiciais²³¹.

²³¹ Cf. SUBRAHMANYAM, Marti G.; TANG, Dragon Yongjun; WANG, Sarah Qian, *Does the Tail Wag the Dog? The Effect of Credit Default Swaps on Credit Risk*, p. 1, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1976084> (acesso em 30/12/2014).

CAPÍTULO 5 – REGULAÇÃO DOS DERIVATIVOS DE CRÉDITO

O advento dos derivativos de crédito no mercado financeiro nacional é relativamente recente. Ocorreu em 2002 com a Resolução CMN n.º 2.933, de 28 de fevereiro, a qual faculta às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN realizar operações de derivativos de crédito. Estas operações são, portanto, realizadas no mercado de balcão não organizado.

Nos termos do §1º do artigo 1º da Resolução CMN n.º 2.933 apenas poderão atuar como transferidores do risco os bancos múltiplos, a Caixa Econômica Federal, os bancos comerciais, os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de crédito imobiliário e as sociedades de arrendamento mercantil. No que se refere às sociedades de arrendamento mercantil o §1º do mesmo artigo prevê que estas apenas poderão recepcionar o risco de crédito oriundo de operações de arrendamento mercantil, de modo que tais sociedades não podem assumir riscos não relacionados às atividades por elas desenvolvidas.

A Resolução CMN n.º 2.933, nos incisos do §3º de seu artigo 1º, traz a definição de derivativos de crédito, ativo subjacente, contraparte transferidora de risco e contraparte receptora de risco.

“Parágrafo 3º Para efeito do disposto nesta resolução, consideram-se:

I - derivativos de crédito: contratos onde as partes negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações;

II - ativo subjacente: créditos decorrentes de operações de empréstimo, financiamento ou de arrendamento mercantil, títulos de crédito, valores mobiliários, fianças, avais, derivativos de crédito e outros instrumentos e contratos financeiros ou comerciais sujeitos a risco de crédito, negociados e praticados no mercado doméstico;

III - contraparte transferidora de risco: a parte que adquire, por meio de um contrato de derivativo de crédito, o direito de proteção contra um determinado risco de crédito, mediante o pagamento de remuneração pactuada;

IV - contraparte receptora de risco: a parte que assume, por meio de um contrato de derivativo de crédito, o risco de crédito referente a um determinado ativo subjacente, comprometendo-se a ressarcir à contraparte transferidora, na ocorrência de determinado evento, os valores pactuados.”

No artigo 1º, parágrafo 3º, inciso I há a correta menção de que o objeto dos derivativos de crédito é a transferência de risco de crédito, sem implicar na transferência do ativo subjacente no momento da contratação. Segundo o inciso II o ativo subjacente é o crédito decorrente de determinadas operações. No parágrafo 3º ficou faltando a definição de entidade de referência, ou seja, a pessoa física ou jurídica devedora do transferidor do risco em virtude do ativo subjacente, cujo risco de crédito é transferido por meio de derivativo de crédito.

No sistema jurídico brasileiro há a vedação de operações com derivativos de crédito a descoberto, ou seja, quando o transferidor do risco não é titular do ativo subjacente, com apenas uma exceção. O artigo 2º da Resolução CMN n.º 2.933 estabelece que o risco de crédito do ativo subjacente deve, necessariamente, ser detido pela contraparte transferidora do risco no momento da contratação, exceto quando se tratar de ativo subjacente regularmente negociado em mercados organizados e cuja formação de preço seja passível de verificação. Parece-nos que a possibilidade de formação de preço é consequência natural da negociação do ativo em mercado organizado, independentemente do nível de liquidez do ativo.

O §1º do artigo 2º prevê, em seu inciso I, que o montante da transferência de risco está limitado ao valor do ativo subjacente e no inciso II é vedada a cessão, alienação ou transferência, direta ou indireta, a qualquer título, do ativo subjacente, durante o prazo de vigência do contrato de derivativo de crédito a ele referenciado. Assim, para o transferidor do risco o derivativo de crédito fica limitado à sua função de *hedge*.

A realização de operações com derivativos de crédito está condicionada à indicação, por parte das instituições autorizadas a realizar tais operações, de administrador considerado tecnicamente qualificado, responsável pelas mesmas perante o BACEN, conforme previsto no artigo 3º da Resolução supra mencionada.

Adicionalmente, o artigo 4º da Resolução torna obrigatório o registro de operações com derivativos de crédito em entidades registradoras de ativos devidamente autorizadas pelo BACEN.

A Circular n.º 3.106 do BACEN, de 10 de abril de 2002, regulou a matéria ao prever quais eram os derivativos de crédito que poderiam ser operados no país. A introdução destes derivativos teve por objetivo promover a melhor gestão de riscos, o aumento da liquidez do mercado secundário de crédito, bem como a redução do risco sistêmico e das taxas cobradas no mercado financeiro.

As duas modalidades de derivativos de crédito autorizadas pelo BACEN por meio da Circular n.º 3.106 são o CDS e o TRS. Os incisos I e II do artigo 1º desta Circular curiosamente utilizaram o modo de remuneração como critério distintivo entre ambas as operações, sendo que no CDS a contraparte receptora do risco será remunerada com base em taxa de proteção e no TRS a remuneração da contraparte receptora do risco será baseada no fluxo de recebimento de encargos e de contraprestações vinculados ao ativo subjacente. Apesar da distinção feita estar correta, melhor seria se o legislador os caracterizasse com base no risco a ser transferido, pois enquanto no CDS há a transferência do risco de crédito do ativo subjacente, no TRS há a transferência de todas as contraprestações vinculadas ao ativo subjacente, o que engloba todos os riscos inerentes a uma operação creditícia e não apenas o risco de crédito.

Os incisos I a IV do parágrafo único do artigo 1º da Circular n.º 3.106 trazem as seguintes vedações às operações com derivativos de crédito:

- “I - a realização de operações de opções vinculadas a essas modalidades;*
- II - a realização de operações de derivativos de crédito entre pessoas físicas ou jurídicas controladoras, coligadas ou controladas, incluindo as empresas referidas nos arts. 3º e 18 da Resolução 2.723, de 31 de maio de 2000, com a redação dada pela Resolução 2.743, de 28 de junho de 2000;*
- III - a recepção do risco de crédito das pessoas referidas no inciso II; e*
- IV - a realização de operações de derivativos de crédito cujos fluxos não estejam na mesma moeda ou indexador do ativo subjacente.”*

A vedação prevista no inciso I parece se justificar pelo fato da remuneração a ser cobrada no CDS ou no TRS dever ter correspondência com o risco que se transfere, o que não ocorreria, por exemplo, caso o preço de exercício em uma opção de transferência de risco por meio de CDS tivesse valor que, na época de seu exercício, não mais refletisse o risco de crédito que estaria sendo transferido. Considerando que será uma instituição financeira que recepcionará tal risco, esta vedação busca protegê-la.

No que tange à vedação contida no inciso II, o artigo 3º da Resolução CMN n.º 2.723, de 31 de maio de 2000 trata da obrigatoriedade de consolidação das demonstrações financeiras das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN (excetuando as cooperativas de crédito). Interpretando conjuntamente a Circular BACEN n.º 3.106 e a Resolução CMN n.º 2.723 concluímos que são vedadas operações de derivativos de crédito realizadas entre empresas cujas demonstrações financeiras deverão ser consolidadas na demonstração financeira de uma instituição financeira ou outra instituição autorizada a funcionar pelo BACEN e isso inclui, também, as dependências no exterior (agências e escritórios de representação) e as empresas nas quais as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN detenham participação societária direta ou indireta, no Brasil ou no exterior.

Referida vedação existe para que o risco não seja transferido e recepcionado dentro de um mesmo grupo econômico o que, a depender da estrutura societária, faz com que na prática não haja necessariamente uma operação de *hedge*. Além disso, com tal vedação não é possível utilizar o TRS para burlar as proibições à realização de empréstimos e adiantamentos entre as pessoas contidas nos incisos do artigo 34 da Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Embora o TRS não se configure um empréstimo, conforme veremos adiante, pode ter efeito semelhante, configurando-se um negócio indireto.

O inciso II da Circular BACEN n.º 3.106 também faz referência ao artigo 18 da Resolução CMN n.º 2.723, o qual expressamente veda qualquer tipo de operação entre instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN com empresas localizadas no exterior em que os controladores de tais instituições – se residentes e domiciliados no Brasil – detenham participação ou controle.

É redundante o inciso III da Circular BACEN n.º 3.106, pois se são vedadas as operações com as pessoas mencionadas no inciso II significa que não são autorizadas tanto a transferência quanto a recepção do risco com a utilização de derivativos de crédito.

A vedação prevista no inciso IV supra existe para que o CDS ou o TRS não assumam a forma de outros tipos de *swaps*, como por exemplo o *swap* de câmbio ou de taxa de juros.

Os incisos I e II do artigo 2º da referida Circular estabelecem as definições de *swap* e de eventos de crédito.

“I - operações de "swap": aquelas realizadas entre a contraparte transferidora e a contraparte receptora do risco de crédito para liquidação

em data futura, que impliquem, quando da ocorrência de um ou mais eventos de deterioração de crédito, na recomposição, total ou parcial, do valor de referência estabelecido no contrato em favor da contraparte transferidora do risco;

II - eventos de deterioração de crédito (eventos de crédito): aqueles fatos, definidos entre as partes em contrato, relacionados com o ativo subjacente ou seus obrigados que, independentemente da sua motivação, causam o pagamento, por parte da contraparte receptora do risco, da proteção contratada pela contraparte transferidora.”

Ao tratarmos da natureza jurídica do CDS e do TRS analisaremos pormenorizadamente se os derivativos de crédito se enquadram na moldura jurídica de um *swap*.

Na ocorrência de um evento de crédito, se a liquidação for física haverá a entrega do ativo subjacente e o recebimento da totalidade do valor nominal do derivativo de crédito. Se a liquidação for financeira, o transferidor do risco deverá pagar o valor de mercado do ativo subjacente para receber o valor de proteção acordado, sendo realizada a compensação e pagamento apenas do saldo residual que não pôde ser compensado.

Operações de transferência de riscos de crédito, atendidos alguns pressupostos legais (como por exemplo a escrituração nas demonstrações financeiras, ocorrência de determinados eventos de deterioração de crédito, entre outros), podem ser consideradas no cômputo no valor do Patrimônio Líquido Exigível (PLE) de que trata a Resolução CMN n.º 2.099, de 17 de agosto de 1994, e alterações posteriores, conforme dispõe o artigo 3º da Circular n.º 3.106 do BACEN. Deste modo, será necessário alocar menos capital regulatório referente às operações ativas, havendo mais crédito disponível para novas operações, o que aumentará a liquidez da instituição financeira transferidora do risco de crédito. Os derivativos de crédito, em especial o CDS, também poderão ser utilizados para a redução dos riscos a que estão expostas as instituições financeiras, permitindo adequação aos limites estabelecidos pela Resolução CMN n.º 2.099.

O artigo 3º da Circular BACEN n.º 3.106 prevê que as operações de derivativos de crédito realizadas pela contraparte transferidora do risco, desde que diretamente detentora do ativo subjacente, ou indiretamente por meio de uma operação de derivativo de

crédito²³², podem, a critério da instituição, ser consideradas no cômputo do valor do Patrimônio Líquido Exigido (PLE) em função do grau de transferência do risco de crédito do ativo subjacente.

Interessante notar que tal artigo menciona a possibilidade de transferência de risco que é indiretamente detido por operação de derivativo de crédito. Sendo assim, é possível que a contraparte receptora do risco de determinado ativo transfira tal risco, de modo a não mais estar sujeita ao risco de crédito da entidade de referência, mas sim do receptor do risco.

O § 1º do artigo 3º da Circular BACEN n.º 3.106 estabelece os critérios para se considerar efetiva a transferência do risco de crédito do ativo subjacente:

"I - o contrato estabelecer como eventos de crédito, no mínimo, as seguintes situações:

a) decretação de falência ou insolvência civil dos obrigados do ativo subjacente;

b) pedido de concordata preventiva dos obrigados do ativo subjacente;

c) liquidação judicial ou extrajudicial dos obrigados do ativo subjacente;

d) reestruturação de passivos dos obrigados, quando essa representar perda no valor ou deterioração da qualidade do crédito do ativo subjacente;

e) mudança de controle, fusão ou incorporação dos obrigados, quando representar perda no valor ou deterioração da qualidade do crédito do ativo subjacente;

f) moratória dos obrigados do ativo subjacente;

g) inadimplemento do ativo subjacente;

h) antecipação compulsória do pagamento do ativo subjacente, na hipótese de previsão contratual;

i) repúdio ou questionamento judicial do ativo subjacente;

II - o ativo subjacente for legalmente passível de transferência, nos casos em que o contrato de derivativo de crédito assim o preveja na ocorrência do evento de crédito;

III - não houver qualquer coobrigação da contraparte transferidora do risco em relação à parcela do ativo subjacente objeto da operação;

²³² Este seria o caso de uma instituição que é receptora do risco em operação de TRS e transfere tal risco por meio de CDS.

IV - não houver cláusula que possibilite o cancelamento unilateral do contrato pela contraparte receptora do risco de crédito, exceto na hipótese do não pagamento pela contraparte transferidora da remuneração estabelecida no art. 1º, incisos I e II;

V - não houver cláusula que possibilite, à contraparte receptora do risco de crédito, o não cumprimento da obrigação de efetuar prontamente o pagamento do montante devido à contraparte transferidora na ocorrência do evento de crédito.”

O item “b” do inciso I acima deveria ser atualizado para mencionar a recuperação judicial e extrajudicial ao invés da concordata.

Estabelece o §4º do artigo 3º da referida Circular, que na hipótese em que estipulada cláusula relativa a valores ou percentuais mínimos de perda do ativo subjacente para que a recomposição total ou parcial seja efetuada, deve ser comprovado destaque adicional de PLE em montante equivalente ao valor ou ao percentual mínimo estipulado. Trata-se de previsão coerente, pois se o recebimento do valor da proteção depende do atingimento de determinados percentuais de perda, podemos considerar que não há a proteção contra a materialização do risco de crédito até tal percentual, o que enseja a alocação de capital por parte do transferidor do risco.

Prevê o artigo 4º da mesma Circular que cabe à contraparte transferidora do risco: (i) beneficiar-se da operação de derivativo de crédito, na proporção do risco transferido, desde que diretamente detentora do ativo subjacente ou indiretamente por meio de uma operação de derivativo de crédito, observados os requisitos mínimos estabelecidos no artigo 3º, §1º da Circular e (ii) considerar a operação de derivativo de crédito, na proporção do risco transferido, no limite de exposição relativo à contraparte receptora do risco, haja vista que a contraparte transferidora do risco passa a estar exposta ao risco de crédito da contraparte receptora do risco e não mais à entidade de referência.

A contraparte receptora do risco fica exposta ao risco do ativo subjacente na proporção do risco assumido, conforme prevê o artigo 5º da Circular. A contraparte receptora do risco deverá, em relação à exposição ao risco que assumiu (i) observar as disposições da regulamentação em vigor referente aos limites de exposição por cliente e (ii) constituir provisão específica apurada segundo os mesmos critérios estabelecidos pela Resolução CMN n.º 2.682, de 21 de dezembro de 1999, que dispõe sobre critérios de

classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa.

Os derivativos de crédito são de extrema utilidade em situações em que uma das partes não queira, ou não possa, ceder uma dívida, pois permitem a transferência do risco de crédito independentemente da transferência do ativo subjacente. A Resolução CMN n.º 2.933, em seu artigo 2º, § 1º, inciso I estabelece que o montante da transferência de risco está limitado ao valor do ativo subjacente. Nos casos em que a liquidação é física, dificilmente o valor da proteção paga corresponderá à totalidade do crédito, pois apesar da ocorrência do evento de crédito, esse crédito ainda tem algum valor comercial, que poderia ser abatido do valor da proteção a ser pago.

De acordo com o artigo 6º da Circular BACEN n.º 3.106 do BACEN há a exigência de divulgação, em notas explicativas às demonstrações financeiras, de informações contendo, pelo menos, os seguintes aspectos relativos às operações de derivativos de crédito: (i) política, objetivos e estratégias da instituição; (ii) volumes de risco de crédito recebidos e transferidos (valor contábil e de mercado), total e no período; (iii) efeito (aumento/redução) no cálculo do valor do PLE; (iv) montante e características das operações de créditos transferidas ou recebidas no período em decorrência dos fatos geradores previstos no contrato e (v) segregação por tipo (CDS e TRS).

Além disso, estabelece o artigo 7º da mesma disposição normativa que as instituições devem manter, à disposição do BACEN, adequadamente documentadas, sua política, procedimentos para realização de operações de derivativos de crédito, bem como os limites de exposição estabelecidos, independentemente da condição de receptora ou transferidora do risco.

Nos termos do artigo 8º de referida Circular BACEN n.º 3.106 a celebração de contrato de derivativo de crédito, cujo montante acumulado de operações junto a uma mesma contraparte seja igual ou superior a 10% do valor do Patrimônio de Referência (PR) de qualquer das instituições que atuarem como contrapartes no contrato, deve ser objeto de comunicação ao BACEN. Tal comunicação é importante, pois evidencia ao regulador que há uma concentração de riscos relativos a uma mesma contraparte. Nesse sentido, tal obrigação deveria, a nosso ver, ser exigida apenas da contraparte receptora do risco. A comunicação deverá ser dirigida ao Departamento de Cadastro e Informações do Sistema Financeiro (DECAD) em até 5 dias úteis contados da data de celebração do contrato.

O artigo 9º da Circular reforça o previsto no artigo 3º da Resolução CMN n.º 2.933 ao prescrever que a instituição deverá informar ao DECAD o nome do diretor responsável pela prática de operações de derivativos de crédito.

5.1 – *Credit Default Swap* (CDS)

5.1.1 – Eventos de crédito

As partes podem acordar diversos níveis de proteção contra o risco de crédito ao definirem o que será considerado como evento de crédito, ou seja, o evento cuja ocorrência enseja o direito do transferidor do risco a exigir o valor da proteção acordado no CDS. Podemos dizer que o exercício do direito ao pagamento da proteção está condicionado à ocorrência do evento de crédito, que é futuro e incerto. O evento de crédito (i) não pode ser contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes (parte final do artigo 122 do Código Civil), o que dificilmente ocorreria tendo em vista as características dos eventos de crédito; (ii) não pode se sujeitar ao puro arbítrio de uma das partes (parte inicial do artigo 122 do Código Civil); (iii) não podem ser incompreensíveis ou contraditórios e (iv) reputa-se como não ocorrido se maliciosamente for levado a efeito por aquele a quem aproveita o seu implemento (parte final do artigo 129 do Código Civil), o que significa que o transferidor do risco não pode interferir de modo a antecipar ou mesmo provocar a ocorrência do evento de crédito.

Dentre alguns dos possíveis eventos de crédito, destacamos: (i) falência, recuperação judicial ou extrajudicial; (ii) reestruturação ou renegociação da dívida; (iii) inadimplemento do pagamento de principal ou juros; (iv) vencimento antecipado da obrigação; (v) descumprimento de obrigação, pecuniária ou não; (vi) negação, não reconhecimento da obrigação ou declaração de moratória; (vii) rebaixamento da classificação de crédito, etc. Conforme acima mencionado, o § 1º do artigo 3º da Circular BACEN n.º 3.106 estabelece os eventos de crédito que deverão necessariamente constar do contrato de derivativo de crédito para se considerar efetiva a transferência do risco de crédito do ativo subjacente.

Um rebaixamento na classificação do risco de crédito (*downgrade*) por agência de classificadora de crédito²³³ pode acarretar o inadimplemento de obrigações contratuais de fazer e não fazer (*covenants*), que, a depender de previsão contratual, poderão ensejar a antecipação do vencimento do ativo subjacente e, até mesmo, de outros contratos. Deste modo, o vencimento antecipado em cadeia poderá agravar a situação financeira da entidade de referência. Pode também o *downgrade*, a depender de previsão contratual, ser considerado evento de crédito em CDS, ensejando crise de liquidez, na medida em que se aumenta o custo do crédito para a empresa no momento em que tais recursos podem ser imprescindíveis para esta continuar cumprindo suas obrigações.

A engenharia contratual, ao se tornar mais complexa, ao invés de trazer segurança pode fragilizar a situação do devedor ao interligar contratos de tal forma que, em última instância, um simples evento pode acarretar a falência de uma empresa. Analisaremos adiante o sistema de incentivos criados pelo CDS para credores de empresas em crise.

Conforme acordado entre as partes poderá haver a previsão de determinados valores mínimos e máximos (*thresholds*) e prazos de cura para os eventos supra citados, de modo que haja maior aderência entre o evento de crédito e a piora efetiva na qualidade do crédito da entidade de referência.

Os eventos de crédito aqui mencionados encontram-se pormenorizadamente definidos nas Definições de Derivativos de Crédito de 2014 da ISDA (*2014 ISDA Credit Derivatives Definitions*), que são amplamente utilizados pelos participantes deste mercado, o que reduz custos de transação, permite maior segurança e padronização para os derivativos de crédito.

Na ocorrência de evento de crédito o transferidor do risco tem o direito, mas não a obrigação, de exigir o pagamento do valor da proteção ajustado contratualmente. O transferidor do risco deverá notificar o receptor do risco para lhe dar ciência da ocorrência de tal evento. A notificação explícita e detalha a ocorrência do evento de crédito e geralmente é acompanhada de informações publicamente disponíveis, especialmente aquelas advindas de fontes públicas tais como Bloomberg e Financial Times, de modo a

²³³ As agências classificadoras de risco foram consideradas umas (dentre as várias) das causadoras da crise por não classificarem adequadamente o risco de uma série de ativos, carteiras de ativos, empresas e instituições financeiras. São criticadas pelo fato de não conseguirem prever a crise, bem como por realizarem análises direcionadas ao curto-prazo, utilizando modelos que se mostraram ultrapassados pela engenharia dos produtos estruturados. Nota-se que instituições que passavam por problemas financeiros foram classificadas como *upper-investment-grade* antes de falirem, como foi o caso do Lehman Brothers, que faliu em setembro de 2008.

confirmar a ocorrência dos fatos que caracterizam o evento de crédito²³⁴. Nem sempre o evento de crédito é de evidente verificação.

Objetivando evitar questionamentos acerca da ocorrência, ou não, de evento de crédito a ISDA passou a determinar se ocorreu evento de crédito nos termos de sua documentação por meio de um dos cinco Comitês de Determinação regionais (*ISDA Determinations Committee*). As cinco regiões abrangidas são: Américas, Ásia (exceto Japão), Austrália e Nova Zelândia, EMEA (Europa, Oriente Médio e África) e Japão.

Os Comitês de Determinação são compostos por 10 membros votantes que negociam no mercado de derivativos de crédito (*voting dealer*), 5 membros votantes que não negociam no mercado de derivativos de crédito (*voting non-dealer*), 2 membros consultivos não votantes que atuam em tal mercado e um membro consultivo não votante que não atua neste mercado. A ISDA não é membro votante nos Comitês, mas atua como secretária.

Aqueles que realizam operações no mercado de derivativos de crédito são escolhidos anualmente unicamente de acordo com o volume de CDS negociados no último ano e conforme o cumprimento com determinados requisitos, tais como a participação em leilões de CDS. Os que não atuam no mercado são selecionados anualmente de modo aleatório entre um conjunto de agentes que atingem determinados critérios relacionados ao seu porte. O mandato é de um ano, mas seu cumprimento ocorre de forma escalonada, de modo que todos eles não terminam o mandato ao mesmo tempo²³⁵.

No que se refere ao processo para a determinação da ocorrência de evento de crédito, este se inicia quando um participante do mercado submete ao Comitê de Determinação da região da entidade de referência tal questionamento. O questionamento pode ser realizado por qualquer participante do mercado, independentemente de ser membro da ISDA, que tenha uma ou mais operações de CDS em vigor. Para tanto, basta que utilize o formulário disponível no *website* da ISDA e envie, juntamente com a indagação, informações disponíveis publicamente e que a seu ver evidenciam a ocorrência do evento de crédito.

Após a submissão do questionamento é necessário que um dos membros do Comitê de Determinação o aceite, pois são filtradas e desconsideradas as indagações sem fundamento. Assim que aceite o questionamento, o Comitê se reunirá para analisá-lo. O

²³⁴ PARKER, Edmund, *Op. cit.*, p. 29.

²³⁵ Está disponível no site da ISDA (<http://www.isda.org/dc/committees.html>) a lista das empresas que são membro dos Comitês de Determinação. Acesso em 30/12/2014.

Comitê de Determinação apenas aplica as Definições de Derivativos de Crédito de 2014 da ISDA aos fatos disponíveis publicamente. Para que seja considerada a ocorrência de evento de crédito é necessário o voto favorável de maioria qualificada (12 dos 15 membros), sem que seja necessária a submissão à revisão jurídica externa.

Quando a maioria qualificada não é alcançada a decisão estará sujeita a revisão jurídica externa, que tem o poder de derrubar tal determinação. Ao final da votação a determinação é publicada no site da ISDA e os votos de cada membro são tornados públicos²³⁶.

5.1.2 – Métodos de liquidação

Duas são as possibilidades de liquidação que as partes podem convencionar para o recebimento do valor da proteção na ocorrência de um evento de crédito: a liquidação financeira e a liquidação física. A partir de 2005 na documentação da ISDA passou a ser padrão a liquidação financeira, ou seja, aquela em que há a compensação²³⁷ entre o valor de face do ativo subjacente (que geralmente é o valor nocional do derivativo de crédito) devido pelo receptor ao transferidor do risco, e o valor de mercado do ativo subjacente depois do evento de crédito devido pelo transferidor ao receptor do risco. Após a compensação será pago o montante que não pôde ser compensado sendo que, em geral, tal valor residual é dívida do receptor do risco. O transferidor do risco permanecerá na titularidade do ativo subjacente e poderá aliená-lo, de modo que terá a totalidade de seu crédito considerando o valor pelo qual alienou o ativo subjacente acrescido do valor recebido do receptor do risco.

²³⁶ Cf. ISDA, *ISDA Statement on CDS Credit Event Process*, disponível em <http://www2.isda.org/newsroom/press-releases/page/5> (acesso em 30/12/2014).

²³⁷ FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JUNIOR observa que a liquidação por compensação é instituto jurídico diverso da liquidação por diferença. Em suas palavras, “a liquidação por compensação pressupõe pelo menos duas operações, em sentidos inversos, através das quais as mesmas partes assumem a posição de credora e de devedora de prestações da mesma natureza e acarreta a extinção das obrigações contrárias na medida de sua coincidência. De modo completamente diverso, na liquidação por diferença o que ocorre é a ‘solutio’ ou cumprimento da obrigação através da entrega pelo vendedor, não do objeto do contrato (que, neste caso deverá ser sempre de execução diferida e com preços pré-estabelecidos), mas da diferença entre o preço ou valor do objeto previsto contratualmente e sua cotação na data do pagamento. Para que ocorra a liquidação por diferença, portanto, basta que haja uma relação de crédito/débito entre duas partes, e que, no momento da liquidação futura, haja diferença entre o preço contratado e a cotação da mercadoria. Não há compensação nessa hipótese, mas simples pagamento.” (*Op. cit.*, pp. 141-142).

Além da liquidação financeira poderá ser convencionado que a parte transferidora do risco, na ocorrência do evento de crédito, transferirá o ativo subjacente ao receptor do risco e receberá o valor integral da proteção. Neste caso estamos tratando da liquidação física. A vantagem é a desnecessidade de ser realizado leilão para a precificação do ativo subjacente após evento de crédito, situação em que muitas vezes há iliquidez e maior risco de subavaliação. Ainda que as partes convencionem a liquidação física, é comum estipular que na sua impossibilidade (e.g.: o ativo subjacente não está disponível para aquisição), será realizada a liquidação financeira.

Podem as partes estabelecer *a priori* qual será o ativo que deverá ser entregue com a liquidação física ou mesmo estabelecer apenas o gênero, espécie e características dos ativos subjacentes que poderão satisfazer a obrigação do transferidor do risco. Nestes casos na ocorrência do evento de crédito o transferidor do risco poderá escolher entregar, dentre os possíveis ativos, aquele que for mais barato (*cheapest to deliver*), de modo que não necessariamente precisará haver a correspondência entre o ativo subjacente objeto do evento de crédito e o ativo a ser entregue com a liquidação física. Veremos adiante que tal possibilidade gerou alguns problemas que foram contornados pela ISDA.

A documentação da operação deverá detalhar o método de avaliação do ativo subjacente após o evento de crédito, o número de cotações, o momento em que a avaliação deverá ser realizada e se será realizado um leilão. É comum que a data (ou as datas) de avaliação não seja muito próxima do evento de crédito, de modo a permitir relativa estabilização ou, pelo menos, redução da volatilidade do preço do ativo subjacente. O valor final será expresso como percentual sobre o valor nominal do ativo subjacente²³⁸.

Em decorrência da independência do derivativo de crédito em relação à entidade de referência, é possível que haja continuidade do relacionamento com o transferidor do risco após o evento de crédito, pois será o receptor do risco quem passará a ser o credor da entidade de referência e o transferidor do risco não sofrerá qualquer perda.

Em comparação com dados de 2004, em 2006 a liquidação física de derivativos de crédito caiu de 86% para 76%, enquanto que a liquidação financeira mais do que dobrou, alcançando 23% em comparação com os 11% em 2004. A liquidação por valor fixo correspondeu a apenas 3% das liquidações²³⁹.

O receptor do risco é terceiro não interessado na relação entre o transferidor do risco e a entidade de referência que emitiu o ativo subjacente, pois conforme se depreende

²³⁸ PARKER, Edmund, *Op. cit.*, pp. 30-31.

²³⁹ BRITISH BANKERS' ASSOCIATION, *Op. cit.*, p. 7.

a contrario sensu do inciso III do artigo 346 do Código Civil, este não era ou poderia ser obrigado, no todo ou em parte pelo pagamento da dívida, já que sua relação se dá apenas com o transferidor do risco e não com a entidade de referência. Prevê ainda o artigo 305 do Código Civil que o terceiro não interessado que paga a dívida em seu próprio nome tem direito a reembolsar-se do que pagar, mas não se sub-roga nos direitos do credor e, além disso, dispõe o parágrafo único que se pagar antes de vencida a dívida, só terá o direito ao reembolso no vencimento.

Entendemos que tais disposições não se aplicam ao CDS ou ao TRS, pois o pagamento do transferidor do risco não é realizado por mera liberalidade, mas decorre de obrigação assumida no âmbito do derivativo de crédito. É possível situação na qual houve um evento de crédito e o consequente pagamento do valor acordado no derivativo de crédito, sem que a dívida da entidade de referência tenha vencido ou esteja inadimplida. Não há que se falar em sub-rogação, mas sim em transferência ao receptor do risco do ativo subjacente, de modo que este poderá realizar a cobrança de tal crédito diretamente com a entidade de referência na qualidade de credor, mas apenas quando a dívida estiver efetivamente vencida. Deverá, ainda, notificar a entidade de referência que é o novo titular do ativo subjacente para que receba o pagamento da dívida nas datas previstas no ativo subjacente caso esta não esteja vencida na época da ocorrência do evento de crédito, sob pena da entidade de referência pagar validamente ao transferidor do risco.

Na liquidação financeira após a ocorrência de um evento de crédito, se o transferidor do risco possui o ativo subjacente, poderá cobrar sua dívida diretamente da entidade de referência nas datas de vencimento do ativo subjacente. Caso o transferidor do risco tenha realizado a operação a descoberto (*naked CDS*), ou seja, sem ser titular do ativo subjacente, obviamente não poderá cobrar a entidade de referência e não poderá ser realizada liquidação física, mas apenas financeira. Com a liquidação financeira a entidade de referência continuará sem saber que houve a contratação do derivativo de crédito, pois permanece inalterada a relação entre transferidor do risco e entidade de referência.

Na realização de operação de CDS a descoberto o transferidor do risco objetiva auferir lucro com a ocorrência do evento de crédito, ocasião em que receberá o valor da proteção sem ter que transferir qualquer ativo. É possível, assim, transferir risco de crédito de uma empresa da qual não se é credor, o que acarreta a criação de tal risco de crédito por meio do derivativo de crédito. Nos Estados Unidos e Europa este tipo de operação é bastante comum. No Brasil, contudo, não é possível, já que durante todo o período de

vigência do derivativo de crédito é necessário que o transferidor do risco seja titular do ativo subjacente cujo risco de crédito irá transferir, conforme prescreve o artigo 2º da Resolução CNN n.º 2.933. No parágrafo primeiro do artigo 2º há a exceção para a detenção do ativo subjacente no momento da contratação do derivativo de crédito, que ocorre quando se tratar de ativo subjacente regularmente negociado em mercados organizados e cuja formação de preço seja passível de verificação.

A negociação de derivativo de crédito a descoberto permite a exposição ao risco de crédito sem que a parte tenha que incorrer nos custos para lidar com os ativos subjacentes. A proibição da realização de operações com derivativos a descoberto restringe a possibilidade de transferência de risco apenas àqueles que são titulares do ativo subjacente, o que impede a transferência de riscos por empresas que embora não possuam o ativo subjacente, poderão ser diretamente impactadas por seu inadimplemento ou também por empresas que, por previsão contratual, não terão ou poderão vir a ter o direito ao ativo subjacente em determinado prazo. É comum bancos internacionais emprestarem recursos para bancos nacionais e transferirem o risco soberano por meio de CDS, mesmo sem possuírem títulos públicos brasileiros, pois entendem que variações no risco-país terão reflexos no desempenho das empresas nacionais e, conseqüentemente, na capacidade de adimplemento destas²⁴⁰.

Afirma-se que, em última instância, a proibição de realização de operações a descoberto no mercado internacional poderia impactar o próprio mercado de crédito, haja vista que as empresas ficariam mais cautelosas em tomar riscos que não podem ser objeto de *hedge*. Isso aumentaria o preço para a tomada de crédito, acarretando em menor atividade econômica e mais riscos²⁴¹.

No entanto, quando o CDS é negociado a descoberto, em regra não estará sendo utilizado para fins de proteção, mas para replicar (ao invés de apenas transferir) o risco de crédito de determinado ativo subjacente. Há, portanto, a criação de risco de crédito e sua posterior transferência sem a operação creditícia que lhe é inerente. Veremos adiante, contudo, que a crise de 2008 não teria as proporções que teve caso houvesse a proibição da negociação de CDS a descoberto, pois tal possibilidade aumentou a tomada de riscos.

Para entender como as operações de CDS a descoberto ampliam os riscos no sistema financeiro, basta imaginar que um agente transfere o risco de crédito no valor de US\$ 10 milhões relativo a título de dívida do qual é titular. Caso ocorra um evento de

²⁴⁰ GOLDSTEIN, Sergio, *Op. cit.*, p. 71.

²⁴¹ SHIRVANI, Eraj, *Op. cit.*, p. 14.

crédito o valor máximo a ser desembolsado pelo receptor do risco será US\$ 10 milhões. Imaginemos que o titular de um crédito contrate a descoberto dez operações de CDS, estando coberto uma vez em virtude do título que possui e nove vezes a descoberto. Na ocorrência de evento de crédito o valor total pago pelos receptores do risco de crédito será de US\$ 100 milhões, aumentando em dez vezes o desembolso máximo. Parece-nos que a possibilidade de contratação de CDS a descoberto é uma desvirtuação da sua função típica de proteção contra risco de crédito efetivamente existente, mas é algo amplamente realizado no mercado financeiro internacional e que promove liquidez para as operações com derivativos de crédito.

Caso as partes tenham estipulado que a liquidação do CDS será física, ou seja, com a entrega do ativo cujo risco de crédito é objeto de proteção, os transferidores do risco que operam a descoberto podem adquirir os títulos no mercado a qualquer momento. Entretanto, chamamos a atenção para o fato de não ser possível avaliar se haverá títulos suficientes para todos os transferidores do risco. Deste modo, o excesso de demanda provoca o aumento no preço do ativo subjacente, o que, conseqüentemente, acarreta em incremento de custos para os transferidores do risco, reduzindo o montante a ser recebido. Veremos que a ISDA encontrou uma forma de contornar este problema.

5.1.3 – Índices relativos ao CDS

Ao se realizar a análise de crédito de entidades de referência de grande porte um dos fatores a ser considerado é o índice CDS desta entidade e sua evolução, caso exista. O índice é composto pela evolução do preço a ser cobrado para a recepção do risco de crédito da entidade de referência e possibilita a visualização, de imediato, da avaliação realizada pelo mercado com relação à solvabilidade de determinada entidade de referência, pois incorpora as informações disponíveis de modo mais rápido do que no mercado de renda fixa e de renda variável. Com isso o mercado de derivativos de crédito tende a ter menores variações de preço para a transferência de risco por meio de CDS sem um motivo aparente, ainda que saibamos que a racionalidade dos agentes econômicos é limitada.

Além do índice CDS individual de determinada entidade de referência, há ainda os índices de derivativos de crédito que englobam uma carteira de entidades de referência e que são rebalanceados periodicamente conforme critérios pré-definidos e relacionados às

características do próprio índice. Em geral os fatores para a inclusão de um ativo subjacente em um índice são: (i) volume negociado; (ii) localização geográfica; (iii) setor de atuação da entidade de referência; (iv) classificação de crédito; (v) confiança do mercado no ativo, etc²⁴².

Geralmente os índices de derivativos de crédito são produtos licenciados, fazendo-se necessário pagar uma comissão ao licenciador para criar produto referenciado em tal índice. Dentre as vantagens de tais índices, ressaltamos: (i) aumento da liquidez do mercado por meio do aumento do número e volume de operações; (ii) redução de barreiras à entrada em tal mercado, pois para investir em índice não é necessário despendar o mesmo valor caso fosse necessária a exposição a cada um dos ativos subjacentes que o compõem; (iii) redução de custos de transação para os participantes, na medida em que não é necessário pesquisar e criar carteira com determinadas características (e rebalanceá-la periodicamente) em virtude do grande número de índices com diferentes perfis; (iv) possibilidade de utilização em estruturas mais complexas, especialmente em securitizações, o que reduz o custo de tais estruturas, etc²⁴³.

Duas são as principais famílias de índices de derivativos de crédito: iTraxx e CDX, ambos de titularidade da Markit. O iTraxx está dividido em duas subfamílias, uma delas com ativos subjacentes na Europa e outro na Ásia. O CDX, por sua vez, possui ativos subjacentes na América do norte e em mercados emergentes²⁴⁴. Tanto o iTraxx quanto o CDX possuem contratos padronizados para cada tipo de índice, sendo que tais contratos funcionam tal como os contratos padrão disponibilizados pela ISDA²⁴⁵. A Fitch Solutions e a S&P/ISDA também possuem índices de CDS²⁴⁶. Quem investe em tais índices está exposto à sua variação, que ocorrerá conforme a variação no risco de crédito de cada um dos ativos que o compõem.

²⁴² PARKER, Edmund, *Op. cit.*, p. 36.

²⁴³ Idem.

²⁴⁴ Para mais detalhes sobre os índices iTraxx e CDX, Cf. http://www.isdacdsmarketplace.com/daily_prices/cds_indices/cdx_and_itraxx_indices (acesso em 30/12/2014).

²⁴⁵ PARKER, Edmund, *Op. cit.*, pp. 37-39.

²⁴⁶ Detalhes acerca da composição dos índices da Fitch Solutions e S&P/ISDA estão disponíveis em http://www.isdacdsmarketplace.com/daily_prices/cds_indices/fitch_solutions_cds_indices (acesso em 30/12/2014), http://www.isdacdsmarketplace.com/daily_prices/cds_indices/sp_cds_indices (acesso em 30/12/2014) e <http://www2.isda.org/asset-classes/credit-derivatives/cds-indices/> (acesso em 30/12/2014), respectivamente.

5.1.4 – Variações do CDS

Uma das mais marcantes características dos agentes econômicos é a criatividade. No caso dos derivativos de crédito verificamos que ela foi exercitada a contento, especialmente com relação ao CDS. Em virtude das necessidades dos agentes econômicos e como produto da inovação financeira²⁴⁷, há uma infinidade de sub produtos e variações do CDS, os quais não serão todos aqui analisados por fugir ao escopo deste trabalho e também por não representarem o maior volume de operações realizadas. Portanto, optamos por escolher as variações mais negociadas e que, a nosso ver, são amparadas pela regulação nacional.

Basket Default Swap (BDS)

A principal diferença com relação ao *single name* CDS refere-se ao fato de haver mais do que uma entidade de referência. Em geral há uma carteira diversificada de entidades de referência. Os BDS podem ser divididos em *Portfolio Default Swap* (ou *Portfolio Credit Default Swap*) e *Nth to Default Basket* (ou *Nth to Default Swap*), sendo que o “*Nth*” significa apenas a quantidade de eventos de crédito para o qual o CDS oferece proteção, ou seja, o número de eventos de crédito que deverão ocorrer antes da liquidação por completo da operação. Passamos a detalhar tais modalidades de CDS.

Portfolio Default Swap (PDS)

No PDS ao invés do evento de crédito ensejar a liquidação total do PDS, haverá a apenas a exclusão do ativo subjacente sujeito ao evento de crédito e pagamento do valor acordado à contraparte transferidora do risco, sendo que a operação segue seu curso, mas com a alteração de sua carteira e redução do valor nominal em virtude de referida exclusão.

²⁴⁷ Cf. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Recent Innovations in International Banking*, Abril de 1986, Cap. 8, pp. 169-180, disponível em <http://www.bis.org/publ/ecsc01b.pdf> (acesso em 30/12/2014).

Nth to Default Basket (NthDB)

Diferentemente do PDS, haverá o pagamento do valor da proteção e toda a operação será liquidada após a ocorrência de determinado número (*Nth*) de eventos de crédito. A principal vantagem para a contraparte transferidora do risco reside no fato do preço da proteção contra o risco de crédito de uma cesta de ativos tender a ser mais barato do que a transferência de risco de cada ativo individualmente. Até mesmo em virtude do nível de proteção em um NthDB ser limitado.

Dentre os fatores que impactam no preço cobrado pela proteção, destacamos: (i) o número de eventos de crédito que devem ocorrer para que seja liquidada a operação; (ii) a quantidade de entidades de referência; (iii) a classificação de crédito de cada entidade de referência; (iv) o valor que seria cobrado pela recepção do risco de crédito de cada entidade de referência isoladamente considerada; (v) o índice de recuperação do crédito em caso de inadimplemento; (vi) o prazo da operação, etc²⁴⁸.

First to Default Basket (FDB)

First to Default Basket é apenas um exemplo de *Nth to Default Basket*, dado que a possibilidade de variações tende ao infinito. Pode ser negociado um *Second, Third, Fourth* (e assim por diante) *to Default Basket*.

Imaginando a hipótese de uma operação *Third to Default Basket*, caso ocorra apenas um ou dois eventos de crédito, a contraparte transferidora do risco nada receberá e a operação permanecerá em vigor. No entanto, na ocorrência do terceiro evento de crédito a contraparte transferidora do risco receberá o valor contratado de proteção relativo a este terceiro evento de crédito e a operação será totalmente liquidada. Quanto maior for a necessidade de eventos de crédito para o pagamento do valor da proteção, menor tende a ser o valor do prêmio pago pela contraparte transferidora à contraparte receptora do risco²⁴⁹.

No FDB caso o primeiro dentre os ativos subjacentes que compõem a cesta de ativos sofrer evento de crédito, a contraparte transferidora do risco receberá o valor da

²⁴⁸ PARKER, Edmund, *Op. cit.*, p. 33.

²⁴⁹ Idem.

proteção e a operação será integralmente liquidada. O FDB pode ser visto como sendo um conjunto de CDS, ou seja, um CDS para cada ativo subjacente e no valor nominal de cada um dos respectivos ativos. Quando ocorrer o evento de crédito e o pagamento do valor da proteção, seria como se todos os demais CDS se resolvessem automaticamente²⁵⁰.

A contraparte receptora do risco receberá o pagamento periódico pela proteção durante toda a vigência do derivativo de crédito ou até a ocorrência do primeiro evento de crédito, que qual acarretará na liquidação da operação.

No FDB a contraparte receptora do risco, no limite, está assumindo o risco de crédito do ativo subjacente de maior valor da carteira, mas na prática como a carteira é diversificada, pode acontecer o evento de crédito com qualquer ativo subjacente. Sendo assim, a contraparte receptora do risco receberá periodicamente maior valor de proteção (em comparação com a recepção de risco de crédito de ativo subjacente individualmente considerado), enquanto que não necessariamente deverá pagar o valor da proteção do ativo de crédito de maior valor.

5.2 – Total Return Swap (TRS)

Segundo OTAVIO YAZBEK o TRS é “*operação pela qual uma das partes se obriga a dar à outra rentabilidade de um determinado instrumento financeiro, enquanto recebe, em troca, uma determinada taxa. Tal operação permite, ao participante que receba aquela rentabilidade, obter mesmo efeito que teria se adquirisse aquele outro instrumento financeiro, sem, porém, dispendir os recursos necessários para sua aquisição*”²⁵¹. A definição está incompleta, pois o TRS, assim como o CDS, também tem por função a proteção ou a exposição a um risco de crédito.

O TRS é considerado derivativo de crédito de replicação, pois permite a criação de determinadas posições com a vantagem de poder ser mais eficiente e ensejar menores custos de transação em comparação com a obtenção da mesma posição no mercado do ativo subjacente²⁵², até mesmo pelo fato de com o TRS em geral a parte não ficar adstrita

²⁵⁰ Idem.

²⁵¹ YAZBEK, Otavio, Crise, Inovação e Regulação no Mercado Financeiro – Considerações sobre a Regulamentação do Mercado de Derivativos de Balcão, In: SOUZA JR., Francisco Satiro de (Org.), Mercado de Capitais, São Paulo: Saraiva, 2013, p. 5, nota 5.

²⁵² DAS, Satyajit, *Op. cit.*, pp. 7-8.

às normas aplicáveis ao ativo subjacente, sendo possível evitar determinadas obrigações que seriam exigíveis caso a parte fosse titular do ativo propriamente.

No TRS também designaremos as partes como transferidora e receptora do risco de crédito. No TRS o transferidor do risco transfere a totalidade do desempenho econômico de determinado ativo subjacente ao receptor do risco, que assume todos os riscos da exposição a tal ativo sem o ter adquirido em qualquer momento. Nos Estados Unidos e União Europeia também não é necessário que o transferidor do risco seja, em qualquer momento, titular do ativo subjacente.

O desempenho econômico do ativo subjacente pode ser positivo ou negativo e inclui juros, comissões, ganhos ou perdas decorrentes da valorização ou desvalorização do título. Em caso de desvalorização do ativo subjacente, seja ou não em virtude de evento de crédito, será o receptor do risco quem pagará o montante da desvalorização ou o valor nocional do ativo subjacente, respectivamente. Há a replicação e a transferência de todos os riscos inerentes ao ativo, tais como risco de crédito, risco de mercado, risco de taxa de juros, etc. Fazemos menção ao termo ativo subjacente no singular, mas nada impede que o TRS seja realizado com uma carteira de ativos subjacentes ou com índice de ativos. Os ativos subjacentes podem ser os mesmos de uma operação de CDS, mas enquanto no CDS objetiva-se a proteção ou a exposição a um risco de crédito, no TRS objetiva-se a exposição aos riscos e retornos do ativo subjacente ou a permuta do retorno do ativo subjacente por um outro fluxo de pagamentos.

No TRS o transferidor do risco obriga-se a replicar os fluxos financeiros de determinado ativo subjacente e a pagar ao receptor do risco tal fluxo durante a vigência do ativo subjacente ou prazo inferior, caso assim tenha sido acordado entre as partes, desde que a entidade de referência não se torne inadimplente ou ocorra evento de crédito. Em contrapartida, o transferidor do risco recebe pagamento periódico, geralmente calculado com base em um índice pós-fixado, acrescido de um *spread* fixo (por exemplo LIBOR + *spread* ou CDI + *spread*)²⁵³. O pagamento a ser feito pelo receptor do risco independe do desempenho do ativo subjacente. Poderá ocorrer compensação quando houver a coincidência da data de pagamento do fluxo do título e da contraprestação pelo TRS.

No vencimento do TRS caso não haja inadimplemento por parte da entidade de referência o receptor do risco receberá o pagamento da última parcela de juros do título, bem como a diferença positiva entre o valor de mercado do ativo na data inicial da

²⁵³ BONFIM, Antulio N., *Op. cit.*, p. 95.

operação de TRS e o valor de mercado do título no vencimento do TRS. Caso a diferença seja negativa, ou seja, em caso de desvalorização do ativo subjacente, será o receptor quem pagará o valor da desvalorização ao transferidor do risco. Na hipótese da ocorrência de um evento de crédito o receptor do risco deverá pagar ao transferidor do risco o valor nocional do TRS.

Assim como no CDS a liquidação poderá ser física ou financeira²⁵⁴. Se a liquidação for física haverá a transferência do ativo subjacente do transferidor ao receptor do risco, o qual deverá pagar o valor da proteção. Caso a liquidação seja financeira o receptor do risco pagará o valor da proteção e receberá o valor de mercado do ativo subjacente após a ocorrência do evento de crédito, sendo que em tal caso ocorrerá a compensação com o pagamento apenas do saldo devedor residual.

As partes podem acordar também que o pagamento decorrente da valorização ou desvalorização do ativo subjacente será realizado em cada data de pagamento de juros do ativo subjacente. Na prática o receptor do risco consegue o mesmo resultado econômico caso fosse titular do ativo subjacente.

O TRS replica mais do que apenas o fluxo do ativo subjacente, mas também o ganho ou a perda caso houvesse a efetiva compra do título na data de abertura do TRS e sua venda na data de vencimento. A valorização ou desvalorização do ativo subjacente apenas é auferida pelo seu titular com sua alienação, enquanto que no TRS considera-se que ao final do contrato houve a alienação do ativo subjacente por parte do receptor do risco, embora este nem mesmo tenha adquirido o ativo, mas apenas permutado seu fluxo financeiro.

O transferidor do risco não sofrerá qualquer perda ligada ao inadimplemento da entidade de referência, mas ficará sujeito ao risco de crédito do receptor do risco.

Tanto com o CDS quanto com o TRS é possível balancear a concentração de uma carteira de ativos, aumentando ou reduzindo a exposição a determinado ativo subjacente ou ao seu risco de crédito. São instrumentos financeiros versáteis, podendo ser customizados para se adequarem às necessidades das partes.

²⁵⁴ Ibidem, p. 96.

5.2.1 – Motivações para a contratação de TRS

O TRS poderá ser utilizado como mecanismo de proteção quando o transferidor do risco é efetivamente titular do ativo subjacente. Nesta hipótese, não obstante a titularidade do ativo, todos os riscos a ele inerentes são transferidos ao receptor do risco mediante o pagamento da remuneração acordada. Assim como no CDS a operação independe da participação ou conhecimento por parte da entidade de referência, o que permite ao transferidor do risco estar protegido sem o comprometimento do relacionamento entre ambos²⁵⁵.

Da perspectiva do receptor do risco, o TRS poderá ser utilizado para a obtenção de exposição a um determinado ativo que não se encontra disponível no mercado à vista. O receptor do risco tem a vantagem de aumentar sua exposição sem a necessidade de adquirir o ativo e, portanto, de contabilizá-lo em seu balanço e incorrer em custos administrativos para sua gestão. Por meio da utilização do TRS é possível replicar o efeito da compra de tal ativo na quantidade desejada, bem como o vencimento do TRS não precisa necessariamente coincidir com o vencimento do ativo subjacente, sendo possível a criação de ativo que se amolde às necessidades dos investidores²⁵⁶.

Enquanto no CDS a parte receptora do risco de crédito apenas realiza pagamento caso ocorra o evento de crédito, no TRS o receptor do risco deve realizar o pagamento acordado em contrapartida ao recebimento do fluxo de caixa do ativo subjacente, independentemente da ocorrência do evento de crédito.

Além de possibilitar a obtenção de posição comprada em determinado ativo subjacente, o TRS permite a criação de posição vendida, o que é especialmente interessante para instituições que não podem, ou estão sujeitos a restrições para, assumir posições vendidas em um determinado ativo, bem como em situações em que não há mercado para viabilizar tal operação.

As partes em operação de TRS possuem diferentes visões com relação a determinado ativo e à sua qualidade de crédito. Deste modo, o agente que possui visão negativa com relação ao ativo subjacente poderá assumir posição de transferidor do risco, lucrando caso haja a inadimplência ou desvalorização do ativo subjacente. Deverá atuar como receptor do risco quando acredita que o retorno do título será maior do que o valor pago como contraprestação.

²⁵⁵ Ibidem, p. 98.

²⁵⁶ Ibidem, p. 98.

O TRS é particularmente interessante para investidores com alto custo de financiamento, dado que com o TRS é possível obter efeito semelhante à aquisição do ativo enquanto se busca a melhoria em tais custos de financiamento. ANTULIO BONFIM exemplifica tal hipótese com um investidor que consegue financiar a aquisição de um título à taxa LIBOR mais 120 pontos-base e que para realizar operação de TRS teria que pagar a taxa LIBOR mais 50 pontos-base ao transferidor do risco. Nesta hipótese o investidor estaria em melhor situação com a operação de TRS ao invés da aquisição efetiva do título²⁵⁷.

ANTULIO BONFIM trata da plausibilidade deste exemplo, haja vista que o transferidor do risco “financiaria” o receptor cobrando uma taxa acima da LIBOR que ficaria abaixo da taxa que seria cobrada no mercado como contrapartida a tal risco de crédito. Afirma que a aparente inconsistência deve-se a, ao menos, dois fatores: (i) o risco de crédito do receptor do risco poder ser minimizado por meio de arranjos de compensação e de garantias e (ii) o mercado de TRS oferecer oportunidades aos transferidores de risco que podem não ser fáceis de avaliar no mercado à vista, como por exemplo a possibilidade de assumir posição vendida com relação a determinados ativos, o que pode criar um distanciamento entre as taxas de ambos os mercados²⁵⁸.

Importante salientar que o TRS não se confunde com um financiamento, pois o receptor do risco fica sujeito ao risco de crédito do ativo subjacente, mas dele não se torna titular. Consequentemente, o pagamento que realiza ao receptor do risco não se configura como preço.

O TRS pode ser vantajoso para entidades altamente classificadas que possuem baixo custo de financiamento, pois elas podem adquirir determinado ativo subjacente e transferir seu risco e retorno por meio de TRS, criando efeito semelhante a um financiamento, e ganhando a diferença entre o valor cobrado pelo receptor do risco e seu próprio custo de financiamento²⁵⁹.

²⁵⁷ Ibidem, pp. 96-97.

²⁵⁸ Ibidem, pp. 96-97.

²⁵⁹ Ibidem., p. 97.

CAPÍTULO 6 – NATUREZA JURÍDICA DO CDS E DO TRS

A compreensão da natureza jurídica dos derivativos de crédito é relevante para que, a despeito da regulação em vigor, se possa avaliar (i) qual seria o órgão mais adequado para regular tais instrumentos financeiros (CVM ou BACEN) e aqueles que o negociam; (ii) quem poderia realizar operações com derivativos de crédito; (iii) quais seriam as normas aplicáveis aos participantes deste mercado e (iv) quais normas deveriam reger a utilização e interpretação dos derivativos de crédito.

Não encontramos na literatura discussões acerca da natureza jurídica do TRS ou mesmo a identificação de problemas regulatórios relacionados à utilização de tal instrumento financeiro. Tanto o CDS quanto o TRS, por sua complexidade, nos proporcionam uma série de questionamentos pouco óbvios acerca de suas naturezas jurídicas.

No jargão do mercado, e em muitos artigos sobre o CDS, é comum mencionar que (i) o CDS é um “contrato”; (ii) o CDS funciona como um “seguro”²⁶⁰ contra o inadimplemento; (iii) as partes são “o comprador e o vendedor de proteção” e (iv) o CDS é um derivativo, mais precisamente um *swap*, conforme sua própria nomenclatura. Fica evidente, portanto, a indefinição acerca da natureza jurídica do CDS.

Conforme se verá adiante, é possível obter resultado econômico semelhante (mas não idêntico) ao resultado econômico do CDS utilizando outros instrumentos jurídicos. No entanto, o que justifica o crescimento vertiginoso das operações de CDS em comparação com os outros instrumentos jurídicos é a possibilidade de realização de CDS a descoberto, especialmente no mercado financeiro norte-americano e europeu. Caso não houvesse tal possibilidade, provavelmente o CDS concorreria em igualdade de condições com outros instrumentos de gestão de riscos que detalharemos adiante.

A dificuldade de tipificação e, conseqüentemente, de regulação dos derivativos de crédito foi intensamente vivenciada nos Estados Unidos. Houve um conflito entre a SEC e a CFTC pela competência para a regulação dos derivativos de crédito, culminando na deliberada não regulação destes instrumentos financeiros em 2000. Em 2009 estes

²⁶⁰ John C. Hull define o CDS como sendo “a contract that provides insurance against the risk of a default by particular company”. Tradução livre: “um contrato que proporciona um seguro contra o risco de inadimplemento de uma empresa específica”. (*Options, Futures and Other Derivatives*, 6ª ed., New Jersey: Prentice Hall, 2006, p. 507.)

instrumentos financeiros passaram a ser regulados tanto pela SEC quanto pela CFTC, como resposta aos efeitos deletérios de sua utilização, que foram evidenciados pela crise de 2008. Além disso, chegou-se a discutir nos Estados Unidos se o CDS deveria ser regulado como se fosse um seguro, tendo em vista suas características e os problemas regulatórios que enseja.

6.1 – Declaração unilateral de vontade

É frequente operadores do mercado considerarem o CDS como uma opção de venda, outorgando ao transferidor do risco (adquirente da opção) o direito, mas não a obrigação, de vender o ativo subjacente ou a carteira de ativos subjacentes por um preço pré-determinado ao receptor do risco (lançador da opção), em uma data futura, na ocorrência de evento de crédito, que geralmente resulta na desvalorização do ativo subjacente. O preço da opção seria o prêmio pago pelo adquirente. Nesse sentido, VERA HELENA DE MELLO FRANCO e ALBERTO SANYUAN SUEN consideram que o CDS é uma opção de venda de uma carteira de crédito em data futura e por preço pré-determinado caso ocorra evento de crédito que acarrete na desvalorização de tal carteira²⁶¹.

RACHEL SZTAJN aponta que a eventual decisão do titular da opção de exercê-la ou não a torna similar à promessa unilateral, mais do que qualquer modelo contratual, uma vez que a formação de contratos se dá por meio da oferta e aceitação do regramento jurídico a que as partes resolvem se submeter para regular seus interesses. Há nas opções a vinculação do ofertante, garantindo ao destinatário poder formativo gerador de decidir se exercerá ou não a opção e, caso a exerça, não terá o ofertante outra alternativa que não seja o cumprimento da oferta²⁶².

O titular da opção tem o direito potestativo de exercer a opção, se assim quiser, sendo que o lançador da opção não possui meios de exigir que seu titular não o exerça. O direito potestativo nasce no momento em que a opção é lançada. Contudo, o exercício da opção, seja americana ou europeia, apenas faz sentido econômico caso com o exercício o seu titular obtenha um ganho financeiro. Não é racional o exercício de uma opção quando

²⁶¹ FRANCO, Vera Helena de Mello; SUEN, Alberto Sanyuan, *Aspectos jurídicos do Credit Default Swap*, p. 13, disponível em http://www.suen.com.br/papers/credit_swap.pdf (acesso em 30/12/2014).

²⁶² Cf. SZTAJN, Rachel, *Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsa*, in RDM n.º 105, ano XXXVI, janeiro-março/1997, pp. 53-69.

em virtude do preço de exercício *vis a vis* o preço de mercado do ativo de referência seu titular perder dinheiro, podendo até mesmo ser evidência de alguma fraude. Por conta da volatilidade do preço do ativo de referência pode haver situação em que o titular de opção americana teria um ganho com o seu exercício, mas decide não exercê-la esperando ganhos maiores e correndo o risco da opção virar pó, ou seja, deixar de ser economicamente vantajoso seu exercício.

O mesmo raciocínio vale para o CDS e para o TRS, pois se ocorreu o evento de crédito, não é racional que o transferidor do risco não exija do receptor do risco o valor de proteção acordado, já que contratou o derivativo de crédito exatamente para se proteger de tal evento.

Poderíamos pensar no CDS como uma opção de venda sujeita à condição suspensiva de ocorrência do evento de crédito. Tanto o exercício da opção quanto o pagamento da proteção no CDS dependem de um evento futuro e incerto, que é o atingimento de determinado preço pelo ativo subjacente no caso a opção e o evento de crédito no caso do CDS. No entanto, nos termos do artigo 125 do Código Civil as condições suspensivas subordinam a eficácia do negócio jurídico, não sendo, portanto, aplicável às opções, que são consideradas declarações unilaterais de vontade e não contratos. Eis um dos motivos pelo qual o CDS não pode ser caracterizado como uma opção de venda.

Partindo do pressuposto que a opção possui natureza jurídica de declaração unilateral de vontade²⁶³, não nos parece ser a melhor moldura jurídica para caracterizar o CDS e o TRS pelos seguintes motivos:

- (i) com o exercício da opção apenas o lançador terá obrigação de comprar ou vender determinado bem, conforme o caso, pelo preço de exercício, enquanto que no CDS e no TRS com o evento de crédito haverá obrigação tanto para o transferidor do risco quanto para o receptor do risco;

²⁶³ Cf. SZTAJN, Rachel, *Sobre a natureza (...)*, pp. 53-69. FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JUNIOR entende que as opções negociadas em bolsa tem a natureza jurídica de negócios jurídicos bilaterais, sendo, portanto, consideradas como contratos em virtude de sua onerosidade. Considera que o pagamento do prêmio não pode ser conciliado com o instituto da proposta unilateral, sendo a contrapartida da limitação de direitos do lançador da opção. Afirmar que a partir do pagamento do prêmio surge uma real contrapartida (nos moldes do “*consideration*” do direito norte-americano) à limitação de direitos promovida pela subordinação. Discordamos do autor, haja vista que o fato do prêmio ser uma contrapartida ao direito potestativo do titular da opção não a descaracteriza como declaração unilateral de vontade, uma vez que permanece a situação de sujeição do lançador da opção. Se a opção fosse um negócio jurídico bilateral a contrapartida do prêmio seria um direito e não um direito potestativo. (*Op. cit.*, pp. 53-55).

- (ii) o exercício da opção de venda enseja em uma operação de compra e venda, enquanto que o derivativo de crédito tem por finalidade a transferência ou recepção de risco de crédito, sendo que após o evento de crédito no derivativo de crédito haverá uma permuta entre o valor da proteção e o ativo subjacente ou seu valor de mercado. No TRS mesmo sem a ocorrência do evento de crédito há uma troca de fluxos financeiros, o que permite um distanciamento das opções;
- (iii) sob o ponto de vista contábil a transferência de risco de crédito por meio de derivativo de crédito substitui o risco de crédito da entidade de referência pelo risco de crédito do receptor do risco nas demonstrações financeiras do transferidor do risco, o que não ocorre quando se é titular de uma opção de venda;
- (iv) caso consideremos que o CDS e o TRS com liquidação física seriam uma opção de venda, não seria possível enquadrá-los entre as opções europeias (exercício apenas na data de vencimento) ou americanas (exercício a qualquer momento até a data de vencimento), pois o exercício do direito de venda apenas poderia ocorrer após a materialização do evento de crédito em data futura e incerta e que não se confunde com a data de vencimento ou com qualquer data durante a vigência da opção;
- (v) na opção de venda o pagamento do prêmio é a contraprestação pelo direito de vender o ativo, enquanto que no CDS e no TRS o prêmio é a contraprestação para o recebimento do valor da proteção em caso de evento de crédito com o ativo subjacente. Observamos, contudo, que em ambos os casos a precificação do prêmio leva em consideração tanto a contraparte quanto o ativo subjacente;
- (vi) nas opções há um valor determinado para seu exercício (*strike* ou preço de exercício), ao passo que o CDS e o TRS dependem da ocorrência de um evento de crédito com o ativo subjacente e não do atingimento de determinado valor; e
- (vii) nas opções a liquidação financeira se dá por diferença entre o valor de mercado do ativo subjacente e o valor de exercício da opção, ao passo que nos derivativos de crédito a liquidação financeira se dá por compensação entre as prestações do receptor e do transferidor do risco.

EDUARDO ABRAHÃO DE SOUZA afirma que o CDS não se confunde com as opções, especialmente opções de venda americana, pois a liquidação somente ocorrerá no caso de materialização do evento de crédito, não tendo qualquer relação com a evolução do preço do ativo subjacente. Acrescenta que no CDS somente o evento de crédito torna devido o pagamento avençado, de modo que embora haja piora na qualidade de crédito do

ativo subjacente, caso o evento de crédito não ocorra o receptor do risco não tem qualquer obrigação de pagamento. A opção americana, diferentemente, pode ser exercida a qualquer momento independentemente de seu titular estar auferindo lucro ou prejuízo²⁶⁴. No entanto, conforme observamos, o exercício da opção apenas é racional se com ele seu titular auferir lucro.

6.2 – Contrato

O artigo 1º, parágrafo 3º, inciso I da Resolução CMN n.º 2.933, de 28 de fevereiro de 2002, prevê que os derivativos de crédito são “*contratos onde as partes negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações*”. Entendemos que a moldura de um negócio jurídico bilateral é a mais adequada para caracterizar juridicamente os derivativos de crédito.

Os incisos III e IV do artigo supra referido também fazem referência a “contrato” ao caracterizar a contraparte transferidora e a contraparte receptora de risco. A contraparte transferidora de risco é aquela que adquire por meio de contrato de derivativo de crédito o direito à proteção contra um determinado risco de crédito, sendo que a contraparte receptora de risco é aquela que assume o risco de crédito referente a um determinado ativo subjacente.

Entendemos que o contrato de CDS (e também de TRS) é espécie do tipo permuta, com as seguintes características que serão adiante discutidas: bilateral, oneroso, aleatório, por prazo determinado ou indeterminado, de execução continuada, consensual, não solene, em uma classe intermediária entre contrato principal e acessório, bem como abrigado em zona intermediária entre contrato pessoal e impessoal.

A Circular BACEN n.º 3.106, em seu artigo 1º, denomina o CDS e o TRS como *swap* de crédito e *swap* de taxa de retorno total, respectivamente. Considerando que o *swap* possui natureza jurídica de contrato de permuta atípica, podemos concluir que o CDS e o TRS têm a mesma natureza jurídica do *swap*, mas não são a eles aplicáveis, ainda que subsidiariamente, as disposições referentes à compra e venda, conforme prevê o artigo 533 do Código Civil, mas sim as normas emanadas do CMN e BACEN. Ainda que se trate de

²⁶⁴ SOUZA, Eduardo Abrahão de, *Op. cit.*, p. 26.

uma espécie do gênero permuta, preferimos classificar o CDS e o TRS como contratos nominados e típicos, pelas razões que serão expostas adiante.

Trata-se de contrato **bilateral**, pois cria obrigações para ambas as partes, de modo que as partes ocupam simultaneamente a dupla posição de credor e devedor²⁶⁵. Trata-se de contrato **oneroso**, havendo proveito para ambas as partes. No TRS o transferidor do risco transfere o retorno e a valorização do ativo subjacente ao receptor do risco em contrapartida ao recebimento de uma taxa pré determinada, acrescida da eventual desvalorização do ativo subjacente. Se houver evento de crédito, tal como no CDS, haverá a troca do ativo subjacente ou seu valor de mercado pelo valor nominal do TRS. Em operação de CDS o transferidor do risco deverá pagar o prêmio e o receptor do risco deverá pagar o valor nominal do CDS na ocorrência de evento de crédito.

Por se tratar de contrato bilateral são aplicáveis os arts. 476 e 477 do Código Civil, que tratam da exceção de contrato não cumprido (*exceptio non adimpleti contractus*), mas no CDS até a ocorrência de evento de crédito tal disposição aplica-se exclusivamente ao transferidor do risco, pois até tal momento este é o único que possui obrigações. Não estamos falando aqui de condição suspensiva, pois esta subordina a eficácia do negócio jurídico a evento futuro e incerto e, no caso em análise, o contrato de derivativo de crédito é existente, válido e eficaz, havendo a obrigação do transferidor do risco pagar o prêmio e do receptor do risco pagar o valor acordado, mas a obrigação do receptor do risco se materializará apenas com a ocorrência do evento de crédito. Neste caso podemos dizer que o exercício do direito de exigir a proteção está suspenso até a ocorrência de evento de crédito. O mesmo não ocorre com o TRS, pois desde a conclusão do contrato há obrigações a serem cumpridas por ambas as partes.

Cabe indagar se na omissão contratual seria possível haver a purgação da mora relativa ao pagamento do prêmio no CDS ou a transferência do retorno do ativo subjacente no TRS. Entendemos que a resposta deve ser positiva, desde que tal purgação ocorra antes do evento de crédito, de modo a evitar comportamentos oportunistas em que o transferidor do risco apenas purgaria a mora na ocorrência de evento de crédito, que por ser contingente pode até mesmo não ocorrer. Embora, conforme veremos, o CDS não tenha a natureza jurídica de seguro, o raciocínio é semelhante ao do artigo 763 do Código Civil, que é aplicável aos contratos de seguro e prevê que o segurado que estiver em mora no

²⁶⁵ GOMES, Orlando, *Contratos*, 12ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 77.

pagamento do prêmio não terá direito à indenização se ocorrer o sinistro antes da sua purgação.

O artigo 477 do Código Civil, que trata da exceção de contrato não cumprido, deve ser visto com ressalvas em operações de CDS ao prescrever que, se após a conclusão do contrato sobrevier a uma das partes a diminuição de seu patrimônio capaz de comprometer ou tornar duvidosa a prestação ao qual se obrigou, a outra parte pode se recusar à prestação que lhe incumbe até que a outra parte cumpra com sua obrigação ou preste garantia. Considerando que o evento de crédito ainda não ocorreu, o transferidor do risco apenas poderá exigir que o receptor do risco lhe outorgue garantias, mas a aplicabilidade de tal disposição deve ser questionada, pois o evento de crédito pode nunca vir a ocorrer, deixando o receptor do risco em situação de desequilíbrio contratual, pois o valor a ser despendido com a ocorrência do evento de crédito (e que deverá ser parâmetro para a outorga de garantias) tende a ser muito superior ao valor do prêmio. Além disso, o transferidor do risco estará assumindo mais riscos do que tinha previsto, podendo até mesmo haver uma situação limite na qual o risco de crédito do receptor do risco está pior do que o risco de crédito da entidade de referência, não havendo vantagem na continuidade do derivativo de crédito. Tendo em vista que a variação no risco de crédito do receptor do risco deve estar refletida no valor do prêmio cobrado, na hipótese prevista no artigo 477 do Código Civil deveria haver a possibilidade de revisão do prêmio ou de resolução contratual.

Na hipótese de falência do receptor ou do transferidor do risco, aplica-se a regra do artigo 117 da Lei n.º 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, que dispõe que os contratos bilaterais não se resolvem com a falência e podem ser cumpridos pelo administrador judicial se o cumprimento reduzir ou evitar o aumento do passivo da massa falida ou for necessário à manutenção e preservação de seus ativos, mediante autorização do Comitê. No caso de falência do receptor do risco seria prudente a resolução contratual, pois a ocorrência do evento de crédito ensejaria pagamento do valor da proteção por parte deste, aumentando o passivo do falido.

É considerado **aleatório**, dado que a não há certeza quanto ao ganho ou perda, sendo de sua essência o risco. Conforme explica ORLANDO GOMES, no contrato aleatório há a incerteza para as duas partes sobre se a vantagem esperada será proporcional ao sacrifício²⁶⁶. A prestação do receptor do risco é incerta no CDS por depender da

²⁶⁶ Ibidem, p. 80.

ocorrência do evento de crédito – que é futuro e incerto, podendo não acontecer – e do valor do ativo subjacente após tal evento. No TRS o receptor do risco possui prestação definida, mas não é possível saber de antemão se no vencimento do contrato tal parte terá um ganho ou se sofrerá perdas. A álea nos derivativos de crédito decorre do fato do receptor do risco assumir o risco de ocorrência do evento de crédito.

O CDS e o TRS poderiam ser anulados caso tenham sido celebrados após a ocorrência do evento de crédito, pois é da essência de tais operações que haja um risco ainda não materializado do qual o transferidor do risco quer se proteger e o receptor do risco aceita se expor. Se antes de contratarem o CDS ou o TRS as partes já souberem que houve um evento de crédito, deveriam transferir o risco do ativo subjacente por meio da cessão de crédito, que é contrato comutativo e não por meio do CDS ou TRS, dado que não é possível se proteger de um risco que já se materializou.

O contrato aleatório não se confunde com o contrato sob condição, pois o evento futuro e incerto não impacta ou condiciona as declarações de vontades necessárias para a conclusão do contrato, que estará perfeito e acabado, mas sim nas perdas ou ganhos das partes²⁶⁷. O contrato sujeito a condição, ainda que perfeito e acabado, tem sua eficácia suspensa até a ocorrência de evento futuro e incerto. O CDS não pode ser considerado contrato sujeito a condição, pois o pagamento do prêmio independe da ocorrência do evento de crédito, sendo que o contrato produz todos os seus efeitos desde a celebração. Apenas o pagamento do valor da proteção está condicionado à ocorrência do evento de crédito. O mesmo vale para o TRS no que se refere ao pagamento do valor da proteção, sendo que no TRS há a obrigação de troca de fluxos financeiros independente da ocorrência do evento de crédito.

Contrato por tempo determinado ou indeterminado. Em geral a vigência do contrato corresponde ao vencimento do ativo subjacente, de modo que, em sua maioria, tais contratos possuem prazo determinado. Não há vedações para que tal contrato seja celebrado com prazo de vigência inferior ao vencimento do ativo subjacente, mas o contrário não é verdadeiro, pois após o vencimento do ativo subjacente o contrato perde objeto, já que seria posterior à eventual ocorrência do evento de crédito e não haveria fluxo financeiro a ser transferido no caso do TRS. Quando o ativo subjacente tem caráter de perpetuidade (créditos decorrentes de títulos de dívida perpétuos, por exemplo), faz sentido que a proteção do CDS ou do TRS também seja por tempo indeterminado, mas neste caso

²⁶⁷ SZTAJN, Rachel, *Futuros (...)*, pp. 125-126.

as partes poderiam denunciá-lo a qualquer momento, caso não haja previsão em sentido contrário.

Não obstante o prazo de vigência do contrato, podem as partes convencionar eventos para que se dê o vencimento antecipado, ou seja, situações nas quais, embora o contrato esteja vigente, uma das partes terá a faculdade de resolvê-lo sem que sobre ela recaia qualquer penalidade. As hipóteses de vencimento antecipado tendem a ser aquelas relacionadas ao descumprimento contratual e aquelas que demonstram piora na qualidade do risco de crédito da contraparte, especialmente pelo fato de o transferidor do risco passar a assumir o risco de crédito do receptor do risco.

No que tange à execução, trata-se de contrato **de execução continuada**, na medida em que há prestações contínuas e repetidas em intervalos estipulados²⁶⁸. Embora o CDS apenas possa ser acionado com a ocorrência do evento de crédito, há pagamentos periódicos do prêmio por parte do transferidor do risco. O pagamento do prêmio não extingue a obrigação do transferidor do risco, a qual deve ser adimplida nos prazos acordados até o final da vigência do CDS. No caso do TRS há pagamentos a serem realizadas por ambas as partes e cada pagamento realizado não gera a extinção da obrigação. A consequência prática de tal classificação é a aplicabilidade da resolução por onerosidade excessiva, conforme previsto nos artigos 478 a 480 do Código Civil, embora seja de difícil caracterização, já que a probabilidade de ocorrência do evento de crédito está precificada no prêmio cobrado no CDS e no valor pago pelo receptor do risco no TRS.

Quanto à forma, os contratos de CDS e TRS são **consensuais**, pois se formam apenas com o consentimento, não sendo necessária a entrega de determinada coisa. Ainda que as partes acordem na liquidação física, a entrega do ativo subjacente após o evento de crédito não é necessária para a formação contratual, já que o evento de crédito pode nunca vir a acontecer. Ademais, podem as partes convencionar que a liquidação será financeira. ORLANDO GOMES pondera que a classificação em contratos consensuais e reais recebe críticas no sentido de que o acordo entre as partes é suficiente para criar o vínculo e que a obrigação de entregar, nos contratos classificados como reais, seria o começo de execução do contrato e não um requisito para sua formação²⁶⁹.

É contrato **não solene** por ser formado pela comunhão de vontades sem forma prescrita em lei, prevalecendo o princípio da liberdade de forma.

²⁶⁸ GOMES, Orlando, *Op. cit.*, pp. 86-87.

²⁶⁹ *Ibidem*, pp. 81-83.

A distinção entre contrato principal e acessório não é de tão fácil verificação com os derivativos de crédito. Entendemos que o CDS e o TRS estão em uma **classe intermediária**, pois, tal como um contrato principal, o CDS e o TRS existem de forma independente e autônoma. Por outro lado, considerando que o valor de tais contratos advém do ativo subjacente, que pode ser um contrato ou outro instrumento jurídico que formaliza o risco de crédito ao qual o transferidor do risco está exposto²⁷⁰, se tal contrato for adimplido, ou distratado, o CDS e o TRS perdem seu objeto, pois torna-se impossível a ocorrência do evento de crédito ou a transferência de algum fluxo financeiro. Por outro lado, nos países em que o CDS e o TRS podem ser negociados a descoberto²⁷¹ é possível a contratação de proteção sem que o transferidor do risco seja titular do ativo subjacente, o que pode ser feito com a realização de mais de um contrato para a transferência ou recepção do mesmo risco de crédito.

Importante mencionar que derivativos não se confundem com contratos derivados, pois este é um contrato que nasce da existência de um contrato anterior, tendo o mesmo objeto e em que há ao menos uma das partes do contrato do qual deriva. Um exemplo seria o subcontrato. O contrato derivado não possui existência autônoma, mas depende do contrato do qual deriva, de modo que o subcontrato não pode conferir mais direitos do que o contrato do qual deriva, dado que esse limita aquele. Além disso, a extinção do contrato acarreta na extinção do contrato derivado²⁷².

Não é contrato preliminar, mas **definitivo**, conforme veremos a seguir.

Quanto às partes, estamos diante de contratos que podem ser classificados como abrigados em zona intermediária **entre o contrato pessoal e o impessoal**, pois estamos tratando de obrigação de dar, que pode ser executada por qualquer contraparte em operação de CDS ou TRS, sendo a princípio indiferente a pessoa com quem se contrata. No entanto, o receptor do risco apenas poderia ser substituído por outro com mesma qualidade de crédito, dado que a pessoa do contratante não é elemento causal do contrato, mas sim a sua qualidade creditícia. Além disso, o prêmio cobrado pelo receptor do risco no CDS e o pagamento fixo do receptor do risco no TRS variam conforme sua qualidade creditícia.

²⁷⁰ A exposição ao risco de crédito não depende necessariamente da realização de um empréstimo ou financiamento diretamente à entidade de referência, podendo ser obtida por meio de cessão de crédito, outorga de garantia fidejussória em operação de crédito, etc.

²⁷¹ A operação de CDS e TRS a descoberto se dá quando o transferidor do risco não é titular do ativo subjacente.

²⁷² SALLES, Marcos Paulo de Almeida, *Op. cit.*, p. 107.

Não se configura como **contrato diferencial**, que conforme ensinamento de MARCOS PAULO DE ALMEIDA SALLES tem por objeto “*a álea resultante da diferença de valores de cotação e de contratação, na data do vencimento do acordo*”. O autor entende, ainda, que o contrato não pode se caracterizar como diferencial quando a liquidação por diferença é uma faculdade dos agentes²⁷³, o que ocorreria quando há a previsão de obrigação alternativa, que seria a entrega do bem contra o pagamento do preço ou a diferença entre a cotação na data de celebração do contrato e na data de sua liquidação. No CDS e no TRS a liquidação financeira após a ocorrência do evento de crédito se dá por compensação e não por diferença, tendo em vista sua natureza jurídica de permuta, que será a seguir detalhada²⁷⁴.

6.2.1 – Troca ou permuta

O termo *swap* pode ser traduzido como troca ou permuta. No entanto, sob o ponto de vista jurídico seria o *swap* e, conseqüentemente, o CDS e o TRS contratos de permuta? Considerando a semelhança na estrutura do CDS e do TRS, as conclusões aqui previstas são aplicáveis a ambos os derivativos.

A permuta é um dos contratos mais antigos e que viabilizou o escambo muito antes do advento da moeda, permitindo que as pessoas satisfizessem seus interesses por meio da

²⁷³ Ibidem, p. 101.

²⁷⁴ Entendemos que a discussão acerca da aplicabilidade das regras sobre jogo e aposta aos derivativos está superada em decorrência do artigo 816 do Código Civil, que prescreve que as disposições sobre jogo e aposta não se aplicam “*aos contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipulem a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem no vencimento do ajuste*”. Observamos, contudo, que os derivativos de crédito não são negociados em bolsa, mas sim no mercado de balcão, o que nos permite interpretar que não se subsumiam ao revogado artigo 1.479 do Código Civil de 1916 que previa que seriam equiparados a jogo (de modo que as dívidas deles decorrentes seriam dívidas naturais e não obrigariam ao pagamento) os “*contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipule a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem, no vencimento do ajuste*”. RACHEL SZTAJN pondera que o artigo 816 do Código Civil ainda não resolve o problema dos contratos diferenciais, bem como de outros derivativos em que haja a estipulação da liquidação pela diferença (por exemplo quando a liquidação não se dá exclusivamente pela diferença, mas quando há a obrigação alternativa de entregar o bem ou pagar a diferença). Parece que a regra não se estenderia a contratos que não são negociados em bolsa, mas celebrados com instituições financeiras ou por ela intermediados. (SZTAJN, RACHEL, *Regulação (...)*, p. 144.) PEDRO DARAHEM MAFUD observa que antes mesmo da promulgação do artigo 816 a doutrina e a jurisprudência se valiam dos mais variados argumentos para afastar a incidência do artigo 1.479 do Código Civil de 1916, dentre eles: (i) a função social das bolsas; (ii) o poder normativo delegado das bolsas para fiscalizar e punir seus membros; (iii) as peculiaridades do sistema de liquidações e garantias aplicáveis aos derivativos; (iv) a possibilidade de entrega física do bem negociado, já que o artigo se referia às operações liquidadas exclusivamente pela diferença; (v) a superação legislativa pelos usos e costumes, etc. (*Op. cit.*, p. 83.).

troca de bens escassos sem que fosse necessário recorrer à violência ou à prática de atos ilícitos. Não obstante sua origem remota, veremos que possui atualidade e relevância em operações do mercado financeiro.

Padece a permuta de deficiências no que se refere à troca de riquezas por não permitir rapidez na obtenção dos bens de interesse dos permutantes, uma vez que deve haver coincidência entre os bens que as partes desejam trocar. A permuta perde espaço com o advento da moeda, passando a ser vista como instrumento de pouca importância na circulação de riqueza. No entanto, permaneceu como instituto útil em diferentes estágios sócio-político-econômicos, tais como (i) quando banqueiros trocavam moedas na operação denominada *permutatio* ou *collybus*; (ii) aos domingos e feriados nas feiras da Idade Média, onde havia a troca de produtos agrícolas por produtos manufaturados; (iii) na permuta dos bens pertencentes à Igreja, cuja venda era proibida, mas poderiam ser permutados desde que houvesse a autorização do bispo; (iv) na falta de moeda, por exemplo em guerras; (v) quando em virtude de alta inflação a moeda deixava de ter a função de reserva de valor, etc²⁷⁵.

O artigo 533 do Código Civil de 2002 repete o artigo 1.164 do revogado Código Civil de 1916 (Lei n.º 3.071, de 1º de janeiro de 1916) ao prever que “*Aplicam-se à troca as disposições referentes à compra e venda (...)*”. Não há definição legal acerca do que exatamente consiste uma permuta (que consta como sinônimo de troca no Código Civil), encarregando-se a doutrina desta tarefa. RACHEL SZTAJN observa que há quem entenda que a permuta seja um contrato nominado, por possuir um *nomen iuris*, e atípico por não possuir regras próprias e seguir as da compra e venda²⁷⁶. Concordamos que a permuta é contrato nominado, mas não entendemos que se trata de contrato atípico, pois ainda que sejam aplicáveis as disposições relativas à compra e venda, os incisos I e II do artigo 533 do Código Civil preveem duas modificações com relação a tal regramento, o que nos permite concluir que o regramento jurídico da permuta não é idêntico ao da compra e venda.

O revogado Código Comercial de 1850 (Lei n.º 556, de 25 de junho de 1850) previu o escambo ou troca mercantil nos artigos 221 a 225. O artigo 221 é elucidativo nesse sentido ao prescrever que “*O contrato de troca ou escambo mercantil opera ao mesmo tempo duas verdadeiras vendas, servindo as coisas trocadas de preço e compensação recíproca. Tudo o que pode ser vendido pode ser trocado*”.

²⁷⁵ SZTAJN, Rachel, *Futuros (...)*, p. 84.

²⁷⁶ Ibidem, p. 51.

FRANCISCO CAVALCANTI PONTES DE MIRANDA ao analisar o conceito de permuta do Código Civil de 1916 afirmava que “há troca sempre que se presta direito de propriedade, ou posse, e se contrapresta outro direito de propriedade, ou posse, ou qualquer outro direito, inclusive direito a uma quantia certa”. Entende que a contraprestação de um direito de propriedade ou posse não precisa ser necessariamente outro direito de propriedade ou posse, podendo ser qualquer outro direito. Afirma, ainda, que se uma das prestações é dinheiro, haverá compra e venda e não troca²⁷⁷.

Observa ARI CORDEIRO FILHO que a permuta tem como característica básica a simultaneidade dos atos translativos da propriedade, operando ao mesmo tempo duas vendas, servindo as coisas trocadas de preço e compensação recíproca²⁷⁸. Cada compra e venda isolada representa uma realidade apenas parcial deste contrato. O fato da simultaneidade ser uma característica da permuta, não é óbice para que a liquidação de ambas as prestações seja realizada a termo, tal como duas compras e venda a termo.

Ainda que conceitualmente se fale que a troca opera duas vendas, ponderava FRANCISCO CAVALCANTI PONTES DE MIRANDA que embora cada contraente responda ao outro como vendedor e está vinculado como comprador, é falso dizer que no contrato de troca há dois contratos ou duas vendas, dado que apenas há a prestação de uma parte e a contraprestação da outra, sem que uma delas seja dinheiro²⁷⁹.

Importante analisar se o *swap* se enquadra na moldura jurídica da permuta.

O início da década de 1980 é considerado o período de surgimento das operações de *swap*, sendo que a operação de *swap* cambial estruturada pelo banco de investimento Salomon Brothers, e realizada entre a IBM e o Banco Mundial em 1981, é considerada a pioneira. O Banco Mundial assumiu a responsabilidade de pagar juros de dívida da IBM em francos suíços e marcos alemães, enquanto a IBM assumiu a responsabilidade pelo pagamento de juros de dívida em dólar contraída pelo Banco Mundial. Como resultado a IBM deixou de estar sujeita ao risco de variação cambial do franco suíço e do marco alemão, moedas que entendia que se valorizariam frente ao dólar, passando então a correr o risco cambial do dólar sem incorrer nos custos de transação para realizar emissão de título de dívida em dólar. O Banco Mundial, por sua vez, pôde obter divisas europeias para conceder empréstimos em tais moedas em momento em que tal mercado estava saturado

²⁷⁷ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, *Tratado de Direito Privado*, Parte Especial, Tomo XLV, Rio de Janeiro: Borsoi, 1964, p. 377.

²⁷⁸ CORDEIRO FILHO, Ari, *Swaps – Aspectos Jurídicos*, in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º 11, janeiro/março 2001, pp. 75-76.

²⁷⁹ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, *Op. cit.*, p. 380.

devido às suas baixas taxas de juros, diferentemente do que acontecia com o mercado de *eurobonds* em dólar²⁸⁰. OTAVIO YAZBEK conclui que o embrião das operações de *swap* são os empréstimos cruzados, com trocas de divisas entre empresas situadas em diferentes países, objetivando evitar as restrições cambiais vigentes à época²⁸¹.

Para ilustrar o funcionamento de uma operação de *swap*, imaginemos uma empresa **A** que exporta bens e que, portanto, aufera receitas em moeda estrangeira, mas suas despesas são em moeda nacional e sujeitas à taxa de juros doméstica. Imaginemos também a situação inversa na qual a empresa **B** importa bens e, portanto, suas despesas são denominadas em moeda estrangeira e as receitas em moeda nacional vinculadas à taxa de juros interna. Ambas as empresas estão expostas à variação cambial e à variação da taxa de juros interna, de modo que com a contratação de um *swap* as empresas podem se proteger contra a oscilação de uma ou outra taxa. A empresa **A** garante a empresa **B** contra o aumento no valor da moeda estrangeira e a empresa **B** garante a empresa **A** contra o aumento da taxa de juros interna. O resultado é a proteção contra variações nas despesas de ambas as empresas devido à oscilação do câmbio e das taxas de juros. Partindo de um valor notional que servirá de referência, por meio da operação de *swap* a empresa **A** pagará à empresa **B** o montante da taxa de câmbio que exceder a taxa de juros e a empresa **B** pagará à empresa **A** o montante da taxa de juros que exceder a taxa de câmbio²⁸².

O singelo exemplo descreve uma operação de *swap* simples (*plain vanilla*) e a partir dela é possível criar inúmeras variações, possibilitando a realização de operações estruturadas e complexas. Além disso, o *swap* pode estar embutido em outras operações, por exemplo, quando se contrata um empréstimo em moeda estrangeira e para que a parte não corra o risco da variação cambial é contratado um *swap* para a moeda nacional.

Os *swaps* permitem que empresas aproveitem suas vantagens comparativas para alcançarem o mesmo efeito de uma operação que não conseguiriam realizar em condições favoráveis. Exemplificando, uma empresa pode aproveitar suas vantagens comparativas na contratação de empréstimo em determinada jurisdição e depois realizar o *swap* para correr o risco cambial de outra moeda, tal como se tivesse realizado o mesmo empréstimo em outra jurisdição. O resultado final após a realização do *swap* pode ser mais vantajoso do

²⁸⁰ KAPUR, Devesh; LEWIS, John P.; WEBB, Richard, *The World Bank History: its first half century*, vol. 1, 1997, pp. 1034-1035.

²⁸¹ YAZBEK, Otavio, *Regulação (...)*, p. 112.

²⁸² Ibidem, pp. 112-113.

que a contratação do empréstimo diretamente na jurisdição pretendida. O *swap* realizado entre IBM e o Banco Mundial se enquadra neste exemplo.

Adicionalmente, os *swaps* possibilitam que empresas alterem o tipo de risco que estão correndo sem ter a necessidade de renegociar a operação original ou de resolvê-la para contratar uma nova operação, o que pode ter custos proibitivos e afetar a relação com a contraparte. Por ser contrato autônomo o *swap* não afeta o ativo subjacente e, portando, não necessita da anuência das partes contratantes do contrato subjacente. Os *swaps* permitem que um ativo se transforme em outro²⁸³ e isso se dá em decorrência da troca dos resultados econômicos destes.

O termo *swap* foi utilizado pela primeira vez em nosso ordenamento jurídico no inciso XXXI ao artigo 4º da Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que prevê que compete ao CMN “*baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive swaps, fixando limites, taxas, prazos e outras condições*”. Referida norma não define o que se deve entender por operação de *swap*, como se tal vernáculo fosse de conceituação corrente e inequívoca, mas a interpretação deste inciso nos leva a crer que tal norma quis se referir a matéria cambial e não a um derivativo.

A revogada Resolução CMN n.º 2.042, de 13 de janeiro de 1994, que autorizou a realização, no mercado de balcão, de operações de *swap* referenciadas em ouro, taxas de câmbio, taxas de juros e índices de preços por parte das instituições que especifica foi a primeira norma a tentar conceituar o *swap*. Definia as operações de *swap* no artigo 1º, parágrafo primeiro, como “*consistentes na troca dos resultados financeiros decorrentes da aplicação de taxas ou índices sobre ativos ou passivos utilizados como referenciais*”. Parece-nos que o legislador se esqueceu de mencionar que a liquidação é futura, conforme constará na Resolução CMN n.º 2.873, de 26 de julho de 2001.

Pondera OTAVIO YAZBEK que a operação de *swap* da Lei n.º 4.595/64 se distingue da operação de *swap* regulada pela Resolução CMN n.º 2.873, de 26 de julho de 2001, que está em vigor e dispõe sobre a realização de operações de *swap*, a termo e com opções no mercado de balcão, bem como sobre contratos negociados em bolsas de mercadorias e de futuros e em entidades autorizadas pelo BACEN ou pela CVM. Referida resolução definia as operações de *swap* como “*realizadas para liquidação em data futura que impliquem na troca de resultados financeiros decorrentes da aplicação, sobre valores ativos e passivos, de taxas ou índices utilizados como referenciais*” (revogado artigo 1º,

²⁸³ SZTAJN, Rachel, *Futuros* (...), p. 224.

§1º, I), as quais o CMN autorizou a realização no mercado de balcão, por conta própria ou de terceiros, pelas instituições determinadas no *caput* do seu artigo 1º²⁸⁴. A Resolução CMN n.º 3.505, de 26 de outubro de 2007, revogou parcialmente a Resolução CMN n.º 2.873 e não mais definiu o que são operações de *swap*.

OTAVIO YAZBEK afirma ser o *swap* um contrato inominado, pois não é propriamente tipificado pela legislação em vigor, de modo que a ele seriam aplicáveis as normas e princípios gerais que regem os negócios jurídicos, bem como a disciplina eventualmente definida pelo regulador²⁸⁵. Eis uma confusão entre contrato inominado e contrato atípico.

A classificação entre contratos nominados e inominados advém do Direito Romano em que os contratos inominados (*pactos*), decorrentes da liberdade de contratar, não eram reconhecidos e, portanto, não gozavam de proteção jurídica, o que inibiu desenvolvimento do comércio à época, pois os contratos nominados não eram suficientes para atender às necessidades das partes em suas relações econômicas. Após mobilização social no período justinianeu os contratos inominados passaram a ter sua validade eficácia reconhecida tal como os contratos nominados²⁸⁶, o que retira a utilidade de tal distinção. Passa a ser mais importante saber qual é o regramento jurídico aplicável do que a denominação contratual. Por este motivo consideramos de maior relevância a distinção entre contratos típicos e atípicos. Os contratos típicos sempre são nominados, mas há contratos nominados que são atípicos.

Ao analisar os contratos típicos e atípicos ÁLVARO VILLAÇA AZEVEDO observa que “os contratos típicos recebem do ordenamento jurídico uma regulamentação particular, e apresentam-se com um nome, ao passo que os atípicos, embora possam ter um nome, carecem de disciplina particular, não podendo a regulamentação dos interesses dos contratantes contrariar a lei, a ordem pública, os bons costumes e os princípios gerais de direito²⁸⁷”. RACHEL SZTAJN ensina que os contratos típicos resultam de anterior criação dos particulares, sendo fruto de relações sociais e econômicas, as quais o legislador os reconheceu e entendeu serem merecedores de tutela²⁸⁸. Mesmo em contratos típicos, caso haja normas não cogentes aplicáveis, poderão as partes dispor em sentido diverso.

²⁸⁴ YAZBEK, Otavio, *Regulação (...)*, pp. 111-112.

²⁸⁵ Ibidem, p. 114.

²⁸⁶ AZEVEDO, Álvaro Villaça, *Teoria Geral dos Contratos Típicos e Atípicos*, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2004, p. 146.

²⁸⁷ AZEVEDO, Álvaro Villaça, *Op. cit.*, p. 132.

²⁸⁸ SZTAJN, Rachel, *Futuros (...)*, pp. 51-52.

Nos termos do artigo 425 do Código Civil, é lícito às partes estipularem contrato atípicos, os quais deverão observar as normas gerais previstas em tal Código.

Aponta ARI CORDEIRO FILHO que o *swap* é contrato mercantil de criação consuetudinária, surgindo das necessidades dos agentes econômicos, sendo que a liquidação por diferença²⁸⁹ é uma característica imanente do conceito atual²⁹⁰ e isso ocorre, pois não se trocam bens, mas sim direitos, os quais não são passíveis de entrega física. A causa ou função econômica do *swap* é a troca, mas seu objeto não são bens, mas sim direitos, que materializam a troca de riscos.

Faz-se necessário analisar se tais peculiaridades são suficientes para descaracterizar o *swap* como sendo uma permuta e caracterizá-lo como contrato atípico, ou se estamos tratando de uma permuta com cláusulas atípicas. No caso do *swap* esse reconhecimento é incompleto, já que o CMN não detalha suas características, diferentemente do que faz com o CDS e com o TRS.

ARI CORDEIRO FILHO parte do modo de liquidação para distinguir os *swaps* dos contratos futuros (*futures*) e a termo (*forwards*), embora o *swap* também seja um contrato de liquidação futura. Afirma que “A liquidação, no *swap*, não ocorre por diferença entre um preço ajustado e cotação de mercado de um subjacente, em datas futuras, em face de contratos padronizados, negociados em bolsas ou sistemas eletrônicos (contrato futuro simples, *futures*). Muito menos um contrato de balcão, não negociado em bolsa (não padronizado, *forwards*), que pressuponha a entrega física futura de mercadorias ou títulos. A liquidação do *swap* ocorre por diferença entre fluxos de valores, calculados de forma diferente sobre subjacente idêntico em cada fluxo, ou, até, calculados em função de subjacentes distintos em cada um dos fluxos²⁹¹”. Podemos acrescentar que em operações de *swap* uma parte objetiva a posição contratual da outra, o que não ocorre nos contratos a termo e futuros. Conforme será explicado adiante, no CDS ainda há a peculiaridade da liquidação depender da ocorrência de um evento de crédito.

O autor citado considera que o *swap* é um contrato nominado que se diferencia da troca mercantil, embora esta lhe forneça elementos integrativos, mantendo em comum com ela a característica da simultaneidade. Considera que o *swap* possui natureza jurídica

²⁸⁹ Consideramos que o mais adequado seria falar em liquidação por compensação, já que há a troca de fluxos financeiros por ambas as partes. Os créditos de uma parte perante a outra se compensam até onde se bastarem e, assim, haverá o pagamento apenas do saldo devedor residual, mas sempre depois de ter havido a compensação.

²⁹⁰ CORDEIRO FILHO, Ari, *Op. cit.*, p. 73.

²⁹¹ Idem.

distinta da troca pelos seguintes fatores: (i) costumes observados uniformemente onde são negociados e também pelas normas especiais a que se subordinam; (ii) partes legitimadas a realizar operações de *swap* em mercados organizados de bolsa ou de balcão, estando sujeitos à ação normativa do CMN e fiscalizadora do BACEN e da CVM; (iii) natureza peculiar de seu objeto; e (iv) natureza de sua fonte de obrigações²⁹².

Embora possa não ser adequado tratar um novo instrumental financeiro utilizando institutos jurídicos do passado, no caso do *swap*, apesar de suas características próprias, entendemos que este não pode ser considerado um contrato atípico, pois encontra resguardo jurídico, ainda que imperfeito, no contrato de permuta.

Especificamente com relação à peculiaridade do objeto do *swap*, ARI CORDEIRO FILHO indaga se o que se troca é algo que pode ser vendido, na medida em que o *swap* se utiliza de referenciais e não de bens físicos. Por meio do *swap* não é realizada a transferência de um fluxo²⁹³ preexistente de resultados financeiros dos quais se seja proprietário²⁹⁴.

Se por um lado é possível adquirir um título cujo rendimento seja pré ou pós-fixado, não podemos falar o mesmo da taxa de juros isoladamente. Embora seja possível adquirir moedas diferentes (por meio de compra e venda), não é possível comprar ou vender a variação cambial. No entanto, por meio de um *swap* pode-se permutar o resultado financeiro decorrente de tal variação de taxas ou da variação cambial. Neste caso o objeto do *swap* é um direito de crédito, que possui valor econômico, é alienável e, portanto, pode ser transferido onerosamente por meio da cessão estando, portanto, *in commercio*.

DOMENICO RUBINO ao tratar da compra e venda no direito italiano assevera que este contrato possui dois objetos: o direito que é transferido pelo vendedor ao comprador (objeto imediato) e o bem (objeto mediato), sendo que é o direito que caracteriza tal contrato²⁹⁵. Esta posição, contudo, não é pacífica, pois conforme observa MASSIMO BIANCA a posição dominante é que o objeto da compra e venda é o bem ou o direito alienado²⁹⁶.

É mais fácil justificar que direitos são passíveis de compra e venda e também de permuta no direito italiano, pois isto decorre de previsão legal. O artigo 1.470 do *codice*

²⁹² Ibidem, p. 76.

²⁹³ Embora ao tratar do *swap* seja comum falar em fluxo financeiro, nem sempre haverá o pagamento contínuo, podendo haver apenas um pagamento, motivo pelo qual tecnicamente é mais adequada a referência à prestação ou prestações pecuniárias.

²⁹⁴ CORDEIRO FILHO, *Op. cit.*, p. 76.

²⁹⁵ RUBINO, Domenico, *La Compravendita*, Milano: Giuffrè, 1971, p. 75.

²⁹⁶ BIANCA, Massimo C., *La vendita e la permuta*, Torino: Unione tipografico-editrice torinese, 1972, pp. 3-4.

civile de 1942, ao tratar da compra e venda, prevê que “a venda é o contrato que tem por objeto a transferência da propriedade de uma coisa ou a transferência de um outro direito mediante o pagamento de um correspondente preço²⁹⁷”. Quanto à permuta o artigo 1.552 do mesmo código prevê que “a permuta é o contrato que tem por objeto a transferência recíproca da propriedade de coisa, ou de outro direito, de um contratante ao outro²⁹⁸”. Também no direito italiano são aplicáveis à permuta as normas relativas à compra e venda que não forem com ela incompatíveis²⁹⁹, conforme artigo 1.555 do *codice civile* italiano.

Observa MASSIMO BIANCA que a compra e venda tem sempre por objeto a transferência de um direito e, ainda que se fale na venda de uma coisa, quer-se referir à alienação do direito de propriedade sobre tal coisa. Considera, ainda, que a compra e venda não se limita à transferência de um direito real³⁰⁰.

RACHEL SZTAJN parte do conceito de DOMENICO RUBINO e afirma que dois são os objetos da permuta, mas ao invés de dinheiro, temos dois direitos que são reciprocamente transferidos³⁰¹. Concordamos com a autora quanto à ausência de limites objetivos para a troca, excluídos, obviamente, os bens fora do comércio, os direitos personalíssimos e não transferíveis, podendo ser objeto de permuta direitos reais, direitos de crédito, coisas corpóreas ou incorpóreas, coisas presentes ou futuras³⁰². Embora a transferência de direitos se dê por meio de cessão e não por compra e venda, entendemos que não há óbice para que direitos sejam permutados. Isso não quer dizer, contudo, que a permuta de direitos se caracterize como cessões recíprocas de uma parte à outra. Eis um ponto de atenção para o legislador, pois ao prever que a permuta segue as regras da compra e venda, numa interpretação literal está limitando este tipo de negócio jurídico à permuta de bens, enquanto que tudo que está *in commercio* poderia ser passível de permuta.

Quando falamos de operações realizadas a descoberto, pode-se pensar que não seria possível trocar aquilo que não se tem e, muitas vezes, aquilo que nunca se terá. Todavia, tal possibilidade surge em virtude da liquidação financeira, que é realizada por compensação entre débitos e créditos, já que, independentemente do ativo subjacente, estamos falando de troca de direitos a prestações pecuniárias. É importante reforçar,

²⁹⁷ “La vendita è il contratto che ha per oggetto il trasferimento della proprietà di una cosa o il trasferimento di un altro diritto verso il corrispettivo di un prezzo”.

²⁹⁸ “La permuta è il contratto che ha per oggetto il reciproco trasferimento della proprietà di cose, o di altri diritti, da un contraente all'altro”.

²⁹⁹ Cf. GORLA, Gino, *La compravendita e la permuta*, Torino: Unione Tipografico-editrice Torinese, 1937.

³⁰⁰ BIANCA, Massimo C., *Op. cit.*, p. 174; 176.

³⁰¹ SZTAJN, Rachel, *Futuros (...)*, p. 108.

³⁰² Ibidem, pp. 108; 121.

todavia, que as partes celebram tal contrato objetivando a posição de sua contraparte, configurando uma efetiva permuta.

Embora o denominador comum seja o dinheiro, dado que a liquidação dos *swaps* na maioria dos casos é financeira – em determinados *swaps* esse é o único meio de liquidação possível –, isso não significa que não possamos caracterizar o *swap* como uma permuta, mas uma permuta com características e amplitude próprias e que não necessariamente se enquadra no conceito de permuta tradicional utilizado desde o Código Comercial de 1850, pois não se cogita na entrega propriamente de mercadorias.

Veremos que o *swap* tem natureza jurídica de permuta atípica e a atipicidade decorre do fato de ter características atípicas e novas funções em comparação com o contrato de permuta consolidado no Código Civil de 2002, cujo projeto data de 1976, época na qual não eram realizadas operações de *swap*, ou se eram, por raras, não atraíam discussões doutrinárias. Não podemos esquecer que os códigos não podem ser considerados sistemas fechados e completos, mas buscam refletir a evolução econômica e social da época.

Alertamos que o artigo 192 do revogado Código Comercial de 1850 já previa a possibilidade de comprar coisa incerta (lucros futuros, por exemplo), a ser vendida por quem fosse seu titular. O Código Civil de 2002, por sua vez, estabelece em seu artigo 483 que a compra e venda pode ter por objeto coisa atual ou futura. No *swap*, apesar do fluxo financeiro ser futuro (e poder somar zero), trata-se de fluxo determinável por meio da aplicação de taxas e índices sobre o valor nocional.

ARI CORDEIRO FILHO mostra certa perplexidade ao comparar os *swaps* à permuta tradicional, especialmente pelo fato das obrigações naquele serem criadas de forma autônoma e independente pelas partes integrantes de tal relação jurídica. Destaca que “*Se a relação jurídica a ser criada com o swap não tem raiz no mundo real de um ativo ou passivo de uma ou das duas partes, então há uma criação ‘virtual’ entre as partes, ou seja, relação de débitos e créditos feitos surgir, num determinado momento futuro, por desejo presente das partes de que eles existam, autônomos do mundo real anterior e de obrigações nele contraídas anteriormente*”³⁰³.

Afirma, ainda, o autor citado que o objeto do *swap* é um fluxo ficto de resultados financeiros, que passam a ter existência real pela vontade das partes, sendo base de cálculo de compensação de obrigações. E adiante “*No swap, com base num interesse econômico,*

³⁰³ CORDEIRO FILHO, Ari, *Op. cit.*, p. 77.

*as partes dão existência real a fluxos de resultados fictos, baseados na aplicação de taxas ou índices a um número abstrato (nocional)*³⁰⁴”. Entende que os fluxos financeiros são passíveis de vínculo obrigacional, quando do acordo de vontades, sendo que antes de tal conjugação de vontades referidos fluxos são imateriais e imaterializáveis para servirem de objeto de obrigações. Aponta que “*Há, assim, dois momentos juridicamente subsequentes: o da vontade de criar fluxos financeiros que corporificam obrigações/direitos e o da vontade de trocá-los*”³⁰⁵.

O contrato de *swap* foi desenvolvido pela *praxis* mercantil e sancionado pelas normas em vigor e tem algumas características próprias: (i) não há a necessidade de que as partes tenham interesses econômicos coincidentes objetivando o *hedge*, a arbitragem ou a especulação; (ii) não há a necessidade dos ativos ou passivos serem específicos para servirem de ativo subjacente, dado que incidirão sobre o valor nocional para a composição do fluxo a ser permutado; (iii) um número ficto serve de referência para a criação de um fluxo real, o qual nasce com o objetivo de se compensar em data futura com outro fluxo nascido concomitantemente; (iv) não há a concessão de crédito em qualquer modalidade que possa ensejar desembolso de recursos por uma parte com a previsão de repagamento de principal e juros pela outra parte, dado que o saldo credor ou devedor não se confunde com o resultado de um endividamento³⁰⁶ e, ademais, a liquidação é realizada de modo simultâneo por ambas as partes.

LUCIO RICCA pondera que a análise da permuta atípica deve ser realizada a partir de um método já experimentado, que é o da estrutura e da função, conforme ensinamentos de NORBERTO BOBBIO³⁰⁷, para que se possa trazer um caráter jurídico à realidade para que possa ser cientificamente classificada³⁰⁸. Complementa RACHEL SZTAJN ao afirmar que os parâmetros fundamentais para a qualificação jurídica dos negócios criados pelos particulares são a funcionalidade e o interesse, sendo este último relevante para se determinar a tutela jurídica dos contratos atípicos. Observa que os ordenamentos agrupam os negócios conforme os efeitos, sendo que os *swaps* e as permutas produzem efeitos semelhantes no patrimônio das partes³⁰⁹.

³⁰⁴ Idem.

³⁰⁵ Ibidem, pp. 77-78.

³⁰⁶ Idem.

³⁰⁷ BOBBIO, Norberto, *Da Estrutura à Função – Novos Estudos de Teoria do Direito*, São Paulo: Manole, 2007.

³⁰⁸ RICCA, Lucio, *Contratto e Rapporto nella Permuta Atipica*, Milano: Giuffrè, 1974, p. 59.

³⁰⁹ SZTAJN, Rachel, *Futuros (...)*, pp. 230-231.

Nesse sentido, a nosso ver, o *swap* se caracteriza como uma permuta, adaptada às necessidades dos agentes econômicos, considerando que em virtude da liquidação financeira deixa de ser relevante o que efetivamente se troca, passando a importar sua avaliação pecuniária. A titularidade do fluxo financeiro deixa de ser preexistente e surge com o próprio contrato de *swap*. Além disso, embora tais fluxos financeiros não sejam objeto de compra e venda, podem ser passíveis de cessão onerosa, pois possuem valor presente, o que não significa que o *swap* deixe de ter a característica de contrato de permuta, mas trata-se de uma permuta atípica.

Concluimos, portanto, que o *swap* não é um novo tipo contratual, mas uma permuta atípica em virtude das peculiaridades que apontamos e que decorrem da evolução consuetudinária do próprio contrato de permuta, que passa a adquirir novos objetos em linha com a evolução e aumento da complexidade das relações econômicas e do mercado financeiro. Não são aplicáveis ao *swap* as regras da compra e venda, ainda que subsidiariamente, mas sim as normas específicas emanadas do CMN, BACEN e CVM.

O *swap* é uma permuta que passa a ter uma função atípica, já que enquanto a função econômica da permuta é a transferência recíproca de domínio, a função econômica do *swap* é a transferência recíproca de riscos³¹⁰, que são materializados na troca de fluxos financeiros decorrentes na variação do valor do ativo subjacente, ou seja, permutam-se posições credoras e devedoras, de modo que não há novação subjetiva, uma vez que cada parte permanece vinculada aos seus respectivos contratos, havendo apenas a transferência do valor resultante após a compensação das prestações.

O denominador comum em operações de *swap* é a moeda, já que taxas ou índices incidem sobre o valor nominal para a determinação do saldo credor ou devedor de cada contraparte. Deste modo, pode-se permutar risco decorrente da variação cambial de moedas, taxas de juros pré-fixadas ou pós-fixadas, índices de preços, variações climáticas, etc, desde que seja possível determinar seu valor durante a vigência do *swap*.

Não conseguimos enquadrar perfeitamente uma operação de *swap* nas regras do Código Civil relativas ao contrato de permuta, o que nos parece elementar, já que certamente os legisladores de 1916 e de 2002 ao preverem tal instituto não estavam preocupados com as operações de *swap* realizadas no mercado financeiro. O *swap*, a nosso ver, não deve ser entendido como um mero contrato atípico ou como um novo tipo contratual, dado que tem por matriz a permuta a termo, que por sua vez tem suas bases na

³¹⁰ Ibidem, pp. 215-217.

compra e venda a termo em virtude do lapso temporal entre a contratação e a execução do contrato, mas o *swap* possui uma maior abrangência e funções que vão além da mera troca. Consideramos, assim, que o *swap* é uma **permuta atípica realizada no âmbito do mercado financeiro** dadas as suas peculiaridades e as restrições relativas aos contratantes.

Importante nesse ponto diferenciar contrato atípico e negócio indireto. Segundo MARCOS PAULO DE ALMEIDA SALLES no contrato atípico há deformações ou mudança de causa, com a criação de nova causa que acarreta na atipicidade do contrato, enquanto que no negócio indireto o tipo escolhido mantém sua causa, embora a intenção das partes seja atingir resultado diverso daquele previsto no tipo³¹¹.

TULLIO ASCARELLI observa que no negócio indireto o escopo objetivado pelas partes não é normalmente obtido com o negócio escolhido, mas muitas vezes com negócio análogo e, frequentemente, sem forma típica própria. As partes recorrem a determinado negócio para, por meio dele, atingir consciente e consensualmente fins diversos dos que seriam típicos para o negócio adotado³¹².

O negócio indireto não é ilegal, pois aplica-se a ele a disciplina jurídica do contrato escolhido. Além disso, não se confunde com negócio simulado, dado não haver desarmonia entre a vontade e a declaração. Segundo TULLIO ASCARELLI, na simulação, para atingir determinado escopo, as partes fazem declarações que não correspondem à sua vontade e regulam de forma clandestina as relações jurídicas em conformidade com a vontade real, enquanto que no negócio indireto o negócio adotado permite o atingimento dos fins almejados pelas partes³¹³.

Não consideramos que o *swap* seja um caso de negócio indireto. O fato do *swap* não transferir reciprocamente a propriedade de algum bem como numa permuta tradicional não descaracteriza sua causa ou função econômica, já que continua havendo a permuta, a qual é objetivada pelas partes, embora o objeto de tal permuta não seja bens específicos, mas fluxos financeiros que são a materialização da permuta de riscos. Ao se alterar o objeto passível de permuta – conforme previsto em Resolução do CMN e Circular do BACEN – esta passa a ter novas funções, o que não significa que haja algum desvio de finalidade, que é a troca.

³¹¹ SALLES, Marcos Paulo de Almeida, *Op. cit.*, p. 109; 131.

³¹² ASCARELLI, Tullio, *Negócio jurídico indireto*, Jornal do Foro, Lisboa, 1965, p. 10. No mesmo sentido, Cf. ASCARELLI, Tullio, *Il negozio indireto*, in Studi in Tema di Contratti, Milano: Dott. A. Giuffrè Editore, 1952, pp. 6 et. seq.

³¹³ ASCARELLI, Tullio, *Il negozio (...)*, p. 23.

RACHEL SZTAJN define *swap* como o “contrato pelo qual as partes ajustam a permuta de fluxos de caixa futuros, de acordo com fórmula predeterminada. Podem ser vistos como carteira de contratos a termo interligados.”³¹⁴ E adiante “Nos países de sistema anglo-norte-americano, os contratos são permutas de fluxos de caixa e, dessa forma, devem ser qualificados também no Brasil. Permuta atípica, a que não se aplicam as regras da compra e venda nem subsidiariamente, mas que se rege pelas características gerais do contrato – bilateral, oneroso e, por vontade das partes aleatório, de execução diferida e parcelada”³¹⁵. Concordamos com a autora citada acerca da inaplicabilidade ao *swap* das regras atinentes à compra e venda.

MARIA CLARA CALHEIROS, por sua vez, define o contrato de *swap* como sendo “(...) oneroso, consensual, de execução sucessiva, sinalagmático, intuitu personae e aleatório que, procurando alterar a posição financeira de cada uma e ambas partes, por referência a certas situações subjacentes, se traduz na cobertura de um risco financeiro, na realização de uma arbitragem ou mesmo numa operação especulativa. Logo, é detentor de uma peculiaridade, a vários níveis, que nos obriga a considera-lo como categoria contratual autônoma, criada ao abrigo do princípio da liberdade contratual”³¹⁶. Apesar de concordarmos com a definição da autora citada, não nos parece ser necessário alocar o *swap* em uma categoria autônoma, já que a permuta atípica fornece a estrutura jurídica necessária para este tipo de operação, independentemente da função para a qual é realizada.

Após entender qual é a natureza jurídica do *swap*, faz-se necessário analisar se o CDS e o TRS se enquadram em tal natureza jurídica.

O CMN, em 28 de fevereiro de 2002, ao autorizar a realização de operações com derivativos de crédito por meio da Resolução n.º 2.933, estabeleceu em seu artigo 1º, §3º, I que derivativos de crédito são contratos³¹⁷. Em 10 de abril de 2002 a Circular BACEN n.º 3.106, que regulamenta referida resolução, previu nos artigos. 1º e 2º que as modalidades de derivativos de crédito passíveis de realização por instituições financeiras e instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN são o *swap* de crédito e o *swap* de taxa de retorno

³¹⁴ SZTAJN, Rachel, *Futuros (...)*, p. 215.

³¹⁵ Ibidem, p. 229.

³¹⁶ CALHEIROS, Maria Clara, *O Contrato de Swap*, Coimbra: Editora Coimbra, 2000, p. 124.

³¹⁷ “I - derivativos de crédito: contratos onde as partes negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações;”.

total³¹⁸. Desde modo, pode-se concluir que o regulador considera que derivativos de crédito são modalidades de *swaps*.

A Circular BACEN n.º 3.106 traz uma definição específica de *swap*, que difere daquela prevista no revogado artigo 1º, §1º, I da Resolução CMN n.º 2.873, o que nos parece acertado por conta das peculiaridades dos derivativos de crédito. Nesse sentido, o artigo 2º, inciso I da Circular BACEN n.º 3.106 define operações de *swap* como sendo “*aquelas realizadas entre a contraparte transferidora e a contraparte receptora do risco de crédito para liquidação em data futura, que impliquem, quando da ocorrência de um ou mais eventos de deterioração de crédito, na recomposição, total ou parcial, do valor de referência estabelecido no contrato em favor da contraparte transferidora do risco*”.

No caso do CDS, sob o aspecto financeiro, há a troca de riscos de crédito, pois o transferidor do risco transfere o risco de crédito do ativo subjacente acrescido do pagamento periódico de um prêmio ao receptor do risco que, por sua vez, lhe transfere seu próprio risco de crédito ao se obrigar a realizar o pagamento do valor acordado caso ocorra um evento de crédito com a entidade de referência. Na data de contratação do CDS há equivalência de valor entre o que cada parte transfere à outra e, com o passar do tempo, tais valores tendem a se distanciar, conforme a variação no risco de crédito do receptor do risco e da entidade de referência, já que tanto o valor da proteção quanto o prêmio pago pelo transferidor do risco costumam ser fixos até o vencimento do contrato.

Cabe indagar se do ponto de vista jurídico há efetivamente uma permuta, já que risco não é um bem e, portanto, não pode ser passível de troca ou compra e venda, mas sim de alocação por meio de contrato. Na prática todo contrato é instrumento de alocação de riscos entre as partes, mas isso não significa que do ponto de vista jurídico todos os contratos possam ser considerados subespécies do contrato de permuta.

Conforme explicitado, entendemos que é possível caracterizar o contrato de *swap* como um contrato de permuta atípica. O CDS e o TRS, por sua vez, por serem *swaps*, também ensejam uma permuta, mas considerando que tais derivativos possuem um

³¹⁸ “I - “swap” de crédito, quando a contraparte receptora do risco for remunerada com base em taxa de proteção;

II - “swap” de taxa de retorno total, quando a contraparte receptora do risco for remunerada com base no fluxo de recebimento de encargos e de contraprestações vinculados ao ativo subjacente, de que trata o art. 1º, § 3º, inciso II, da Resolução 2.933, de 2002.”

“Art. 2º Para efeito do disposto nesta circular, são definidos como:

I - operações de “swap”: aquelas realizadas entre a contraparte transferidora e a contraparte receptora do risco de crédito para liquidação em data futura, que impliquem, quando da ocorrência de um ou mais eventos de deterioração de crédito, na recomposição, total ou parcial, do valor de referência estabelecido no contrato em favor da contraparte transferidora do risco;”.

regramento próprio emanado pelo CMN e BACEN (que não se confunde e não se compara com o regramento do *swap*), entendemos ser mais adequado classifica-los como **contratos nominados e típicos, que na prática são uma espécie do gênero permuta**, com as características atípicas que elencamos anteriormente, bem como com liquidação a termo. EDUARDO SALOMÃO NETO aponta que embora haja diferença de intuito econômico entre os derivativos de crédito e os *swaps* de taxa de juros e câmbio, a diferença jurídica não é relevante³¹⁹.

A substituição dos fluxos financeiros do ativo do qual se é titular por outro fluxo financeiro é uma das principais funções dos *swaps*, contribuindo para a gestão de carteiras em situações nas quais não se pode, ou não se quer, transferir o ativo do qual se é titular, mas apenas seu risco e, em substituição, ficar exposto ao risco de outro ativo ou da contraparte.

Utilizando o conceito de *swap* previsto no revogado artigo 1º, §1º, I da Resolução CMN n.º 2.873, de 26 de julho de 2001, teremos que adaptá-lo para caracterizar o CDS, já que a liquidação em data futura depende da ocorrência do evento de crédito, havendo o pagamento do prêmio para que, na ocorrência do evento de crédito, as partes troquem o ativo subjacente ou seu equivalente valor de mercado pelo valor da proteção acordado. Diferentemente dos demais *swaps*, no CDS não há a aplicação de taxas ou índices sobre um valor notional.

Após a materialização do evento de crédito torna-se eficaz o direito ao recebimento do valor da proteção (geralmente corresponde ao valor de face do ativo subjacente), de modo que, com a liquidação física, há a permuta do ativo subjacente pelo valor da proteção (não se caracterizando uma compra e venda), enquanto que, quando a liquidação é financeira, há a permuta do valor de mercado do ativo subjacente pelo valor da proteção, sendo que, em tal situação, tais valores se compensam e há apenas o pagamento da diferença, geralmente à contraparte transferidora do risco.

Se até a data final do contrato houver piora no risco de crédito da entidade de referência, mas tal piora não caracterizar um evento de crédito, não haverá dever de pagamento por parte do receptor do risco. Embora a liquidação seja em data futura, sem a ocorrência do evento de crédito, esta pode nunca ocorrer. Podemos dizer então que se não houver evento de crédito não há uma troca?

³¹⁹ SALOMÃO NETO, Eduardo, *Direito Bancário*, São Paulo: Atlas, 2005, pp. 329-330.

A resposta a esta indagação depende de caracterizarmos a natureza jurídica do evento de crédito. Entendemos que o evento de crédito é uma condição, pois trata-se de cláusula que, nos termos do artigo 121 do Código Civil, derivando exclusivamente da vontade das partes, subordina o efeito do negócio jurídico a evento futuro e incerto. Sendo assim, a troca ocorre na data de contratação do CDS e é a partir deste momento que se origina o direito ao recebimento do prêmio e do valor da proteção, mas o efetivo recebimento deste está condicionado à ocorrência de evento futuro e incerto. O evento de crédito é uma condição pura e simples e não uma condição suspensiva, pois a condição incide sobre o pagamento e não sobre o direito ao recebimento do valor da proteção.

Não seria correto afirmar que o CDS seria uma permuta sujeita à condição suspensiva de ocorrência do evento de crédito, uma vez que o prêmio é devido independente da ocorrência do evento e em virtude da própria incerteza na ocorrência deste, sendo a contrapartida à obrigação de pagamento condicionada. Não há, portanto, a suspensão dos efeitos do negócio jurídico até a ocorrência do evento de crédito.

No caso do CDS não podemos falar que se trata apenas de uma permuta a termo, pois o CDS depende da ocorrência de evento de crédito, que pode nunca acontecer e assim nunca haverá a entrega futura. É mais adequado falar em permuta sujeita a condição – que no caso não é suspensiva ou resolutiva – e com liquidação a termo.

Podemos definir o CDS como contrato nominado, por possuir *nomen iuris*, e típico, cujas características e regramento jurídico estão integralmente disciplinados na Resolução CMN n.º 2.933, de 28 de fevereiro de 2002, bem como na Circular BACEN n.º 3.106, de 10 de abril de 2002.

Referido contrato possui como matriz a permuta com liquidação a termo, sendo a ela aplicáveis os normativos acima indicados que conferem peculiaridades e restrições a este contrato. Por meio do CDS há a permuta do risco de crédito do ativo subjacente mediante pagamento de um prêmio pelo risco de crédito da contraparte receptora do risco. A liquidação da permuta é futura e está condicionada à ocorrência de evento de crédito, que é futuro e incerto, e cuja ocorrência enseja a liquidação do CDS, que poderá ser física ou financeira, havendo em tais casos uma permuta do valor de proteção pelo ativo subjacente ou pelo seu valor de mercado, respectivamente.

Após a análise da natureza jurídica do CDS fica mais fácil compreender qual é a natureza jurídica do TRS, que, por sinal, é a mesma do CDS. O TRS é uma operação de *swap* em que há a permuta entre fluxos financeiros. Um dos fluxos corresponde ao retorno

de um ativo subjacente acrescido, se for o caso, de sua valorização desde a data inicial da contratação, a ser paga pelo transferidor do risco. O outro fluxo corresponde a um pagamento periódico acrescido, se for o caso, do valor correspondente à desvalorização do ativo subjacente a ser realizado pelo receptor do risco. Se durante a vigência do TRS ocorrer um evento de crédito a liquidação será realizada tal como em uma operação de CDS.

Há uma permuta de riscos, mas não apenas do risco de crédito. De um lado há a permuta de todos os riscos inerentes a um ativo subjacente, uma vez que o transferidor do risco transfere todo o fluxo financeiro de tal ativo ao receptor do risco, inclusive sua valorização. Do outro lado há a transferência do risco de crédito do receptor do risco ao transferidor do risco, pois este obriga-se a pagar um fluxo financeiro pré determinado ao transferidor do risco e o valor decorrente à desvalorização do ativo subjacente, se for o caso.

Após a análise das operações de derivativos de crédito realizadas no âmbito do sistema bancário, indagamos se estas mesmas operações poderiam ser realizadas fora deste sistema entre pessoas físicas e/ou jurídicas, inclusive fundos de investimentos, tal como era possível nos Estados Unidos e países da União Europeia.

A primeira pergunta a ser feita é se as operações de derivativos de crédito são privativas de instituições financeiras. Nos termos do artigo 1º da Resolução CMN n.º 2.933, de 28 de fevereiro de 2002³²⁰, é possível argumentar tanto no sentido de que tais operações são privativas de instituições financeiras, quanto em sentido contrário.

O fato do parágrafo 1º do artigo 1º de referida Resolução prever que somente podem atuar como contraparte receptora do risco de crédito instituições financeiras é um argumento favorável à exclusividade na realização destas operações por tais instituições.

No entanto, entendemos ser mais consistente o argumento no sentido de que as operações com derivativos de crédito não são privativas de instituições financeiras, uma vez que o caput do artigo 1º da Resolução CMN não menciona restrições a tais operações. Deste modo, por não haver vedação legal, em virtude da autonomia privada poderiam pessoas físicas e jurídicas celebrarem entre si contratos de permuta com as mesmas

³²⁰ “Art. 1º Facultar às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil a realização de operações de derivativos de crédito, nas modalidades, formas e condições a serem por ele estabelecidas.

Parágrafo 1º Somente podem atuar na qualidade de contraparte receptora do risco de crédito os bancos múltiplos, a Caixa Econômica Federal, os bancos comerciais, os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de crédito imobiliário e as sociedades de arrendamento mercantil. (...)”

características dos derivativos de crédito, sem que haja uma instituição financeira como contraparte. Apenas para exemplificar, se a pessoa física ou jurídica (não instituição financeira) pode ser titular de um crédito por meio de sua aquisição (compra de uma debênture, por exemplo), não seria coerente uma restrição para que possa recepcionar este risco de crédito por meio de um derivativo de crédito.

Não há informações públicas e comprovação sobre a realização destas operações entre pessoas física e jurídicas (não instituições financeiras) no Brasil, mas acreditamos que estas não as realizaram ou as realizaram em volume pouco expressivo em decorrência da (i) maior confiabilidade na qualidade de crédito de instituições financeiras como receptoras de risco de crédito; (ii) falta de padronização das operações de derivativos de crédito, que em sua maioria são *taylor made*; (iii) dificuldade em conseguir mecanismos de saída da posição sem mercado; (iv) atuação mais conservadora dos fundos de investimentos, que procuram interpretar restritivamente as normas a eles aplicáveis, apenas realizando as operações que lhes são permitidas e (v) possível dificuldade em registrar estas operações, pois, dentre outros aspectos, a entidade registradora verificará se a operação foi realizada a preços de mercado³²¹.

Diferentemente do cenário nacional, acreditamos que tanto a não regulação quanto o desenvolvimento do mercado creditício primário e secundário nos Estados Unidos e países da União Europeia favoreceu a realização destas operações por pessoas que não são instituições financeiras.

6.2.1.1 – Resilição do CDS e do TRS

A resilição do CDS e do TRS é denominada liquidação antecipada. Uma vez havendo acordo de ambas as partes acerca da liquidação do contrato antes do vencimento, o distrato se dará a preço de mercado, sem que haja a cobrança de multa ou outra penalidade.

³²¹ Prevê o artigo 18 da Circular BACEN n.º 3.743, de 8 de janeiro de 2015 (que aprova o regulamento que disciplina as atividades de registro e de depósito centralizado de ativos financeiros e a constitui de gravames e de ônus sobre ativos financeiros depositados) que os depositários centrais e as entidades registradoras devem fiscalizar, direta ou indiretamente, os atos praticados pelos participantes em seus sistemas, inclusive o registro de informações, com vistas a zelar pela sua plena aderência às regras estabelecidas no regulamento do sistema.

Caso as partes não cheguem a um acordo quanto ao preço (em virtude, por exemplo, da dificuldade de precificação da operação em decorrência da baixa liquidez do ativo subjacente) a operação seguirá até o vencimento, o que significa que não é possível haver resilição unilateral. O acordo a que as partes deverão chegar refere-se ao preço praticado no mercado na data da liquidação antecipada para aquele tipo de operação e considerando o prazo remanescente.

Apenas para exemplificar, imaginemos que o Banco **A** transfira o risco de crédito da empresa **X** ao Banco **B** por meio de CDS pelo prazo de um ano e pague um prêmio de 2% ao ano. Imaginemos que passados quatro meses a qualidade de crédito da empresa **X** se deteriore e, para contratar o mesmo CDS, o Banco **A** tivesse que pagar um prêmio de 5% ao ano. Em tal hipótese, caso o Banco **B** informe ao Banco **A** que tem interesse em liquidar antecipadamente a operação de CDS e esse concorde, o Banco **B** deverá pagar ao Banco **A** o que o Banco **A** gastaria a mais para transferir o mesmo risco de crédito para outra instituição financeira do mesmo porte do Banco **B** (e, portanto, com a mesma qualidade de crédito) pelo prazo remanescente, que é de oito meses. O Banco **A** deveria pagar o equivalente a 2% ao ano ao Banco **B** pelo prazo remanescente de 8 meses, mas em decorrência da liquidação antecipada, vai ter que pagar para outro banco do mesmo porte do Banco **B** o equivalente a 5% ao ano para permanecer protegido. Sendo assim, pela liquidação antecipada o Banco **B** deverá pagar 3% ao ano ao Banco **A** pelo período remanescente, de modo que com os 3% ao ano pagos pelo Banco **B** acrescidos dos 2% ao ano que seria pago a este, o Banco **A** consiga contratar a mesma operação de CDS pelo prazo remanescente. Se a qualidade do crédito da empresa **X** tivesse melhorado e, para a contratação do CDS, o prêmio caísse de 2% ao ano para 0,5% ao ano, para a liquidação antecipada seria o Banco **A** quem deveria pagar ao Banco **B**, pelo prazo remanescente, o equivalente a 0,5% ao ano.

Em caso de vencimento antecipado, que não se confunde com liquidação antecipada que ocorre por vontade das partes e sem que tenha havido descumprimento contratual, o cálculo do valor a ser pago também é o de mercado, segundo a mesma lógica do exemplo acima, sendo que se a parte devedora não realizar o pagamento a partir do momento em que é notificada a assim proceder, passam a ser devidos os encargos moratórios e a multa contratual, que serão acrescidos ao valor de mercado do CDS a ser pago na ocorrência de vencimento antecipado.

6.2.2 – Contrato preliminar

Prevê o artigo 462 do Código Civil que o contrato preliminar, exceto quanto à forma, deve conter todos os requisitos essenciais ao contrato a ser celebrado. Caso não conste deste contrato cláusula de arrependimento, qualquer das partes terá o direito de exigir a celebração do definitivo, assinando prazo à outra para que o efetive, conforme artigo 463. É possível depreender que caso não haja previsão ou exigência de forma prescrita em lei para o contrato definitivo, o preliminar terá o mesmo nível de vinculação que um definitivo na hipótese de não haver cláusula de arrependimento.

Nos termos do artigo 464 do Código Civil, uma vez esgotado o prazo, poderá o juiz, a pedido do interessado, suprir a vontade da parte inadimplente, conferindo caráter definitivo ao contrato preliminar, salvo se a isto se opuser a natureza da obrigação, como por exemplo, uma obrigação personalíssima.

ORLANDO GOMES observa que o contrato preliminar (promessa de contrato) pode ser unilateral ou bilateral. Na promessa de contrato bilateral as partes poderão exigir da outra a execução do contrato que haviam estruturado³²². Diferentemente, na promessa de contrato unilateral é criada obrigação para apenas uma das partes, de modo que a outra reserva-se a faculdade de exigir, ou não, a celebração do contrato definitivo. É negócio jurídico bilateral (necessidade de consenso de ambas as partes) na formação, mas possui efeitos de contrato unilateral (estipula inicialmente obrigação para apenas uma das partes). Prescreve o artigo 466 do Código Civil que se a promessa de contrato for unilateral, o credor, sob pena de ficar a mesma sem efeito, deverá manifestar-se no prazo nela previsto, ou, inexistindo este, no que lhe for razoavelmente assinado pelo devedor.

O CDS poderia se caracterizar como uma promessa de contrato unilateral em que há a obrigação apenas do transferidor do risco, o qual deverá pagar o prêmio, sendo que, na ocorrência do evento de crédito, poderia exigir a celebração do contrato definitivo por meio do qual permutaria a titularidade do ativo subjacente sujeito ao evento de crédito pelo valor da proteção (no caso de liquidação física) ou pelo valor da proteção em troca do valor de mercado do ativo subjacente (em caso de liquidação financeira). Entendemos, contudo, que o CDS não pode ser caracterizado como promessa de contrato unilateral, pois uma vez celebrado, cria obrigações para ambas as partes. Ainda que a materialização da obrigação

³²² GOMES, Orlando, *Op. cit.*, p. 153.

do receptor do risco dependa da ocorrência do evento de crédito, que é contingente e pode até mesmo nunca vir a acontecer, desde a contratação do CDS há a expectativa de direito relativa ao recebimento do valor da proteção e, em contrapartida, o transferidor do risco paga o prêmio. Portanto, o CDS é contrato definitivo. Por este motivo também não podemos falar em promessa de contrato unilateral sujeito à condição suspensiva de ocorrência do evento de crédito. Adicionalmente, não pode o CDS conter cláusula de arrependimento.

É difícil aproximar o TRS da promessa de contrato unilateral, na medida em que não há que se falar em contrato definitivo, pois o TRS é contrato perfeito e acabado que cria direitos e obrigações tanto para o transferidor quanto para o receptor do risco, independentemente da ocorrência de evento de crédito.

Ressalta ORLANDO GOMES que a promessa unilateral de contrato é impropriamente denominada de opção³²³. Considera que a opção é negócio jurídico bilateral por meio do qual as partes estabelecem que uma delas fica irrevogavelmente vinculada à própria declaração de vontade, enquanto que a outra se reserva a faculdade de exercer ou não a opção, sendo que a partir do exercício da opção pelo seu titular passa a ter eficácia a obrigação do seu lançador. A opção seria caracterizada como proposta irrevogável de contratar decorrente de mútuo consenso, o que é diferente da promessa unilateral na qual quem promete deve dar seu consentimento na celebração do contrato definitivo. O titular da opção ao exercê-la e celebrar o contrato definitivo apenas reproduz o consentimento anteriormente dado (assim como no compromisso bilateral e irretratável de venda), enquanto que na promessa unilateral é necessário o consentimento da outra parte na aceitação da promessa e na celebração do contrato definitivo.

Observa que a opção de compra ou venda e a compra e venda propriamente dita não são mesmo negócio jurídico. Não há a absorção de um contrato pelo outro, sendo, portanto, dois contratos autônomos e com causas distintas³²⁴. O inadimplemento da opção comporta execução específica, enquanto que na promessa unilateral, por ser necessária a declaração de vontade da outra parte e que não foi anteriormente exteriorizada, seu descumprimento acarreta no pagamento de perdas e danos e não na execução específica³²⁵.

Não obstante a diferenciação proposta pelo autor citado – baseada nas manifestações de vontade das partes –, entendemos que a opção melhor se enquadra dentre

³²³ Ibidem, p. 152.

³²⁴ Ibidem, pp. 265-266.

³²⁵ Idem.

as declarações unilaterais de vontade, ensejando para seu titular um direito potestativo que não depende de sua concordância para existir, mas sim da declaração do lançador da opção. O exercício da opção dependerá da vontade de seu titular, de sorte que posteriormente ao exercício da opção podemos dizer que foi celebrado um contrato.

ORLANDO GOMES pondera que é possível subordinar à condição ou termo tanto a promessa de contrato unilateral quanto a bilateral. Esta é uma diferenciação importante com relação às opções, pois considerando que o adquirente da opção possui um direito potestativo, não poder-se-ia subordiná-la à condição suspensiva³²⁶.

6.2.2.1 – Promessa e compromisso de compra e venda

Assevera ainda o autor citado que a promessa de compra e venda, como contrato preliminar propriamente dito, praticamente desapareceu do comércio jurídico devido à maior utilização do compromisso de compra e venda, que é um contrato irretratável que não encerra promessa recíproca de contratar, mas a obrigação de, preenchidas certas condições, praticarem as partes os atos necessários à efetivação da compra e venda, podendo, inclusive, ser objeto de execução específica, de modo que o contrato definitivo é substituído por uma sentença constitutiva³²⁷.

O compromisso de compra e venda contém a promessa de reiterar a declaração de vontade, de modo que as partes não se obrigam a dar o consentimento (pois este já foi dado), mas a repeti-lo no instrumento próprio, não podendo, portanto, ser confundido com o pré-contrato. O compromisso também não é uma compra e venda condicional, pois a necessidade de reproduzir o consentimento não se caracteriza como condição³²⁸.

Importante salientar que por meio do compromisso de compra e venda há a limitação do poder de disposição do proprietário do bem, de modo que o promitente comprador é titular de um direito de sequência sobre o bem, o que não acontece com a promessa de compra e venda.

Não seria o CDS com liquidação física uma promessa de compra e venda, pois não é celebrado um contrato definitivo de compra e venda do ativo subjacente em caso de evento de crédito. Também não é o CDS com liquidação física um compromisso de

³²⁶ Ibidem, p. 153.

³²⁷ Ibidem, pp. 268-270.

³²⁸ Ibidem, p. 270.

compra e venda, dado que se o fosse não seria possível justificar o pagamento do prêmio em situação em que nunca ocorre o evento de crédito. O instrumento que formaliza o CDS estabelece todas as regras para o pagamento do valor acordado em caso de evento de crédito e a metodologia de apuração do valor do ativo que deverá ser transferido ao receptor do risco caso a liquidação seja física, não havendo que se falar em repetição do consentimento em instrumento próprio. Se a liquidação for financeira, haverá apenas a transferência de recursos do receptor do risco para o transferidor do risco, sem compra e venda, mas com uma permuta.

Também não podemos caracterizar o CDS como um compromisso de compra e venda, pois, conforme se verá adiante, a função econômica da compra e venda é permitir a transferência de um bem em contrapartida a um pagamento em dinheiro, não se confundindo com a função econômica do CDS, que é de transferência ou exposição a risco de crédito. Além disso, se não ocorrer o evento de crédito não haverá a transferência do ativo subjacente e não seria possível justificar o pagamento do prêmio durante a vigência contratual.

6.2.3 – Compra e venda

Ainda que no jargão do mercado se fale em compra e venda de proteção por meio de CDS ou de TRS, não se trata propriamente de uma compra e venda.

Diferentemente da troca, na compra e venda uma das prestações deverá ser um determinado bem e a outra, moeda com poder liberatório. A função econômica do derivativo de crédito, por sua vez, é a transferência do risco de crédito sem que, necessariamente, o ativo subjacente mude de titularidade. Caracterizar o derivativo de crédito como uma compra e venda tendo por objeto o ativo subjacente seria distanciá-lo de sua finalidade.

Considerando que o contrato é a veste jurídico-formal de uma operação econômica praticada por sujeitos em igualdade de posição e pressupondo manifestações de vontade livres e soberanas³²⁹, verificamos que enquanto na compra e venda objetiva-se a transferência do domínio de certa coisa mediante o pagamento de preço em dinheiro, no CDS e no TRS a transferência de propriedade do ativo subjacente não é de sua essência,

³²⁹ Cf. ROPPO, Vincenzo, *Il Contratto*, Milano: Giuffrè, 2001.

pois é possível realizar a liquidação financeira por meio de compensação. O receptor do risco não celebra tal contrato objetivando obter o domínio do ativo subjacente. É até possível que, não obstante as partes convencionem a liquidação física, o evento de crédito não ocorra e, conseqüentemente, nenhuma transferência de domínio seja realizada.

Como justificariamos o prêmio pago pelo transferidor do risco se considerássemos a natureza jurídica do CDS como contrato de compra e venda? Também não seria possível justificar a transferência do retorno do ativo subjacente por parte do transferidor do risco em operação de TRS. Vale observar que a execução do CDS apenas acontece com a materialização do evento de crédito, sendo certo que os prêmios pagos desde a data de vigência até a ocorrência do evento de crédito não serão, em hipótese alguma, devolvidos pelo receptor do risco.

O CDS com liquidação física também não pode ser considerado contrato de compra e venda sujeito à condição suspensiva. Persistiria o problema de fundamentar o pagamento do prêmio independentemente da materialização da condição (evento de crédito). O problema torna-se mais complexo, pois em virtude da condição suspensiva, enquanto esta não se verificar, não se terá adquirido o direito a que ela visa, conforme previsão do artigo 125 do Código Civil. Se o negócio ainda não produziu efeitos, não há justificativa para o pagamento do prêmio.

O CDS não se confunde com uma compra e venda para entrega futura condicionada, pois na ocorrência de evento de crédito o valor pago pelo receptor do risco não é o valor de mercado do ativo subjacente, mas seu valor de face. Com a liquidação por compensação o valor a ser transferido pelo receptor do risco tende a ser tanto maior quanto menor for o valor de mercado do ativo subjacente após a ocorrência do evento de crédito. Isso ocorre pelo fato da contraparte receptora do risco receber o prêmio que precifica o risco de crédito que está assumindo.

6.2.4 – CDS e TRS não se confundem com Fiança, *Standby Letter of Credit* (SBLC), seguro e Cessão de Crédito

Foge ao escopo do presente trabalho detalhar cada um dos institutos jurídicos a seguir, motivo pelo qual apenas os distinguiremos dos derivativos de crédito sob análise.

Fiança

A fiança é negócio jurídico bilateral por meio do qual, nos termos do artigo 818 do Código Civil, o fiador garante ao credor satisfazer uma obrigação assumida pelo devedor, caso este não a cumpra. Trata-se de instrumento de garantia contra o inadimplemento, enquanto que o CDS e o TRS têm maior amplitude ao realizar a transferência do risco de crédito. Dentre as principais diferenças entre a fiança e o CDS e TRS, destacamos:

(a) a fiança é uma garantia contra o inadimplemento, enquanto que o CDS e o TRS são derivativos que possuem natureza jurídica de permuta atípica e têm por função a transferência do risco de crédito de um ativo subjacente, de modo que o pagamento do valor acordado no CDS e no TRS não depende de um inadimplemento ou de algum prejuízo ao transferidor do risco;

(b) não há restrições acerca de quem possa ser fiador, de modo que não poderá o credor recusá-lo caso seja pessoa idônea, domiciliada no município onde for prestada a fiança e com bens suficientes para cumprir a obrigação (artigo 825 *contrario sensu*), ao passo que no CDS e no TRS apenas podem recepcionar risco de crédito instituições financeiras e instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN;

(c) a fiança é contrato acessório, seguindo o destino e podendo ser prejudicada por vícios no contrato principal³³⁰, enquanto que o CDS e o TRS existem de forma independente e autônoma, encontrando-se numa categoria intermediária entre contrato principal e acessório, já que possuem uma operação de crédito como substrato, apesar de não poder ser maculado por vícios na operação creditícia;

(d) o beneficiário da fiança deverá ser credor da dívida afiançada, enquanto que no CDS e no TRS a contraparte transferidora do risco poderá não ser credora da entidade de referência no momento de contratação de tais derivativos, observadas as restrições regulatórias para a realização de CDS e TRS a descoberto no direito brasileiro. Seria impossível que a fiança tenha um beneficiário que não seja credor da dívida afiançada. Ademais, a fiança está adstrita a um arcabouço jurídico rígido como contrato acessório³³¹;

(e) na fiança é comum que o devedor tenha conhecimento da celebração de tal contrato, mas o artigo 820 do Código Civil permite estipular fiança sem o consentimento do devedor ou contra a sua vontade. No CDS e no TRS não há a participação ou

³³⁰ SALOMÃO NETO, Eduardo, *Op. cit.*, p. 332.

³³¹ Idem.

necessidade de conhecimento ou consentimento por parte da entidade de referência (devedor), sendo a relação entre transferidor do risco (credor) e receptor do risco;

(f) o pagamento na fiança será o exato montante inadimplido, enquanto que no CDS e no TRS se a liquidação for física, após a ocorrência do evento de crédito, haverá a entrega ao receptor do risco do ativo subjacente sujeito ao evento de crédito e o transferidor do risco receberá o valor de proteção acordado, independente de algum inadimplemento e o seu montante. Se a liquidação for financeira o valor do ativo subjacente sujeito ao evento de crédito será avaliado e haverá a compensação entre este valor e o valor da proteção acordado no CDS ou no TRS;

(g) se a liquidação do CDS ou do TRS for financeira a parte receptora de risco não terá qualquer relação com a entidade de referência, mesmo após a ocorrência do evento de crédito, dado que em tal situação o receptor do risco deverá pagar o valor convencionado ao transferidor do risco e não terá direito de regresso contra a entidade de referência. Caso o fiador (receptor do risco) seja chamado a honrar a fiança e assim o faça, automaticamente se sub-rogará nos direitos de crédito do beneficiário, podendo cobrar o afiançado, conforme previsto no artigo 831 do Código Civil; e

(h) o artigo 827 prevê o benefício de ordem, segundo o qual o fiador, uma vez demandado pelo pagamento da dívida tem direito a exigir, até a contestação da lide, que sejam primeiro executados os bens do devedor. O benefício de ordem não se aplica ao CDS e ao TRS, pois uma vez ocorrido o evento de crédito, a obrigação do receptor do risco se torna devida, independentemente de execução do devedor, o qual em geral não tem sequer conhecimento da contratação do CDS ou do TRS.

Standby Letter of Credit (SBLC)

A *Stand By Letter of Credit* (SBLC) é garantia fidejussória utilizada no comércio internacional, regida pelas Práticas Internacionais Relativas às Cartas de Crédito Standby (*The International Standby Practices*), de 1998 (ISP98)³³² emitidas pela Câmara de

³³² As SBLCs também podem ser regidas pelas Regras e Usos Uniformes para a Exigência sobre Garantias (*Uniform Rules for Demand Guarantees*) constantes da Publicação CCI n.º 758 (URDG758) ou pelas Regras e Usos Uniformes sobre Créditos Documentários (*Uniform Customs and Practices for Documentary Credits*) constantes da Publicação CCI n.º 600 (UCP600), ambas editadas pela Câmara de Comércio Internacional. Enquanto a ISP98 contém regras específicas para a emissão de SBLCs, a URDG758 trata de outros tipos de

Comércio Internacional. Fruto das necessidades, bem como dos usos e costumes internacionais e foram concebidas para serem compatíveis com a Convenção das Nações Unidas sobre Garantias Independentes e Cartas de Crédito *Standby* (*United Nations Convention on Independent Guarantees and Stand-by Letters of Credit*), de 1995.

A ISP98 busca equacionar os interesses do contratante da SBLC, do beneficiário e do garantidor. É aceita e reconhecida mundialmente, o que evita que as partes tenham que negociar acerca da norma de regência aplicável à garantia pessoal, o que impõe morosidade e consideráveis custos de transação.

O principal objetivo das SBLC é facilitar os negócios realizados em situações nas quais as partes não se conhecem, seu relacionamento é inicial, ou não conhecem as normas do país no qual estão negociando. Em geral a SBLC se materializa em uma página, já que todas as normas a ela aplicáveis encontram-se na ISP98.

Na SBLC uma parte, que pode ser o próprio devedor ou terceiro, contrata instituição financeira para emití-la e realizar o pagamento ao beneficiário em uma data determinada ou, o que é mais comum, garantir o pagamento de determinada dívida perante o beneficiário. Além de ser irrevogável, a SBLC possui total independência com relação à obrigação garantida, o que significa dizer que vícios ou mesmo a não exigibilidade da obrigação garantida não maculam a SBLC. A instituição financeira é remunerada por meio de uma comissão, que pode ser um valor fixo ou um percentual a ser aplicado sobre o valor da garantia.

A SBLC é considerada garantia *with first demand*, ou seja, garantia à primeira solicitação, em que sua cobrança independe da comprovação pelo beneficiário do inadimplemento do devedor, bastando sua mera declaração, sem que haja a possibilidade de questionamento pelo garantidor. Uma vez recebida a solicitação de pagamento por parte do beneficiário, conforme previsto na SBLC, deverá o garantidor realizar o pagamento no prazo acordado. Isso permite maior segurança, certeza e rapidez na cobrança do valor previsto na garantia. Não obstante, o pressuposto é que houve um inadimplemento, pois se este não houve e o beneficiário exigiu a garantia, poderá ser caracterizada fraude.

No Brasil o CDS e o TRS também têm, como contraparte, instituição financeira, mas nos Estados Unidos e Europa podem ter seguradoras e *hedge funds* como contrapartes. A SBLC é declaração unilateral da instituição financeira, já o CDS e o TRS possuem natureza contratual. Importante ressaltar que apartado da SBLC costuma haver um contrato

garantias bancárias independentes e a UCP600 rege cartas de crédito comerciais, que são um meio de pagamento e não uma garantia.

entre a instituição financeira emissora e o contratante da SBLC regendo como será feito o reembolso ao garantidor caso a SBLC venha a ser executada pelo beneficiário. O CDS e o TRS possuem função que vai além da garantia, pois permitem a transferência do risco de crédito do ativo subjacente e, no caso do TRS, há a transferência dos respectivos fluxos financeiros.

No CDS e no TRS o evento de crédito não precisa ser, necessariamente, um inadimplemento. A parte deverá comprovar a ocorrência do evento de crédito com informações de fonte pública. Se houver divergência acerca da ocorrência do evento de crédito o Comitê de Determinação da ISDA poderá realizar a confirmação.

Assim como na fiança o valor a ser pago na SBLC é o montante que foi inadimplido, enquanto que no CDS o valor a ser pago pelo receptor do risco é o valor de proteção acordado, sendo que, na liquidação financeira, tal valor é compensado com o valor de mercado do ativo subjacente após o evento de crédito e na liquidação física o transferidor do risco entrega ao receptor do risco o ativo subjacente.

A utilização do CDS e do TRS não está restrita às operações de comércio internacional como no caso da SBLC. Em alguns países o CDS e o TRS podem ser negociados a descoberto, o que tem por efeito a criação artificial de risco de crédito, enquanto que a SBLC pressupõe a existência de uma dívida a ser por ela garantida.

Seguro

É frequente a confusão entre CDS e seguros, talvez pelo fato de em ambos haver o pagamento de uma contraprestação periódica para que seja recebido um determinado valor na ocorrência de evento contingencial. Dentre as modalidades de seguro, a que mais se aproxima (mas não se confunde) do CDS³³³ é o seguro de crédito³³⁴.

FÁBIO KONDER COMPARATO divide a história do seguro de crédito em três fases: (i) do início do século XVIII até a primeira guerra mundial, que foi um período inicial de ensaios; (ii) o período de implantação entre as duas grandes guerras e (iii) o

³³³ Nesta sessão não mencionaremos o TRS, pois a ele são aplicáveis as conclusões relativas ao CDS.

³³⁴ O mercado de seguro de crédito brasileiro cresceu 9,2% de 2012 para 2013. Em 2013 foram pagos R\$ 568,5 milhões em prêmios, sendo que no primeiro semestre de 2014 foram pagos R\$ 313,8 milhões em prêmios. (JORNAL DIÁRIO COMÉRCIO E INDÚSTRIA, *Seguro de crédito tem potencial para crescer*, 11 de setembro de 2014, disponível em <http://www.dci.com.br/financas/seguro-de-credito-tem-potencial-para-crescer--id414653.html> (acesso em 30/12/2014)).

período de expansão que se inicia em 1945 após o final da segunda guerra mundial³³⁵. A história dos derivativos de crédito se resume a pouco mais de duas décadas.

A primeira apólice de seguro de crédito foi emitida em 1820 pela *British Commercial Insurance Company*, de Londres, que já atuava no segmento de seguros de vida e incêndio. A apólice continha uma série de restrições e cobria apenas os pagamentos decorrentes da entrega de mercadorias realizadas após o início de sua vigência a comprador determinado, sendo que os eventos cobertos seriam a falência ou concordata do comprador. A cobertura estava limitada ao valor médio dos créditos concedidos a tal comprador nos três anos anteriores à contratação do seguro. O segurado deveria comprovar que no momento em que o crédito foi concedido o comprador não tinha problemas financeiros e o pagamento da indenização era realizado após a habilitação do segurado na falência ou concordata e em até três meses da cessão de tal crédito à seguradora, sendo que 75% eram pagos em tal período e o restante ia sendo pago no decorrer dos pagamentos da falência ou concordata³³⁶.

A rigidez da apólice e seu caráter individual não permitiram o sucesso desta modalidade de seguro e em 1872 a *British Commercial Insurance Company* encerrou suas atividades. Outras companhias de seguro de crédito foram criadas na Inglaterra, França, Alemanha e Itália, mas também não tiveram sucesso, dado que, segundo FÁBIO KONDER COMPARATO, buscavam evitar insolvências e não indenizar suas perdas³³⁷.

Em 1919 foram publicados os primeiros levantamentos estatísticos acerca do risco de crédito de diferentes países, o que permitiu o renascimento desse seguro. A crise de 1929, contudo, fez com que quase todas as companhias deste ramo que surgiram pós primeira guerra mundial entrassem em liquidação. Em 1945 o seguro de crédito é novamente implantado nos países industrializados e passou a se expandir, especialmente na modalidade de seguro de crédito à exportação.

No Brasil o seguro de crédito surge em 17 de junho de 1957 com a Portaria n.º 38 do Departamento Nacional de Seguros Privados e Capitalização, que criou as normas para as apólices dos denominados seguros de quebra de garantia no ramo riscos diversos. Seguiram-se a essa modalidade, dentre outras, o (i) seguro de quebra de garantia em empréstimos hipotecários (1961); (ii) seguro de quebra de garantia para empréstimos garantidos por desconto em folha de pagamento (1962); (iii) seguro de quebra de garantia

³³⁵ COMPARATO, Fábio Konder, *Seguro de Crédito*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 15.

³³⁶ Ibidem. 15-16.

³³⁷ Idem.

aplicável à venda de vários produtos e mercadorias (1963); (iv) seguro de crédito interno, relativo a operações de compra e venda mercantil sem garantia real ou fidejussória (1963); (v) seguro de garantia de locação de imóveis (1964); (vi) seguro de quebra de garantia para garantir o vendedor a crédito de mercadorias (1964), etc³³⁸.

Atualmente o seguro de crédito interno e o seguro de crédito à exportação são principais modalidades desse tipo de seguro no país. Enquanto o seguro de crédito interno cobre as perdas líquidas definitivas em operações de crédito (com ou sem garantia) realizadas pelo segurado com seus clientes domiciliados no país, o seguro de crédito à exportação, nos termos do artigo 1º da Lei n.º 6.704, de 26 de outubro de 1979, tem a finalidade de garantir as operações de crédito à exportação contra os riscos comerciais, políticos e extraordinários que possam afetar a produção de bens e a prestação de serviços destinados à exportação brasileira, bem como as exportações brasileiras de bens e serviços. O seguro de crédito interno também pode ser na modalidade “quebra de garantia”, sendo que, neste caso, haverá o pagamento da indenização quando na cobrança judicial ou extrajudicial da dívida os bens do cliente ou os bens dados em garantia na operação de crédito forem insuficientes ou caso seja impossível a reintegração, busca e apreensão, penhora ou arresto de tais bens.

SERGIO MYCHKIS GOLDSTEIN³³⁹ aponta que os derivativos de crédito se assemelham ao seguro de crédito por se tratarem de instrumentos que permitem a transferência de riscos para terceiros mediante pagamento pela sua assunção. Explicamos anteriormente que o seguro não transfere o risco do segurado para a seguradora, mas é uma garantia contra os efeitos da concretização do risco.

FÁBIO KONDER COMPARATO assevera que o seguro de crédito possui as seguintes funções: (i) indenizatória, evitando que o credor empresário imobilize prolongadamente ou destrua seu capital de giro com a inadimplência ou insolvabilidade de credores; (ii) estimulante, pois ao transferir o risco de crédito o empresário poderá conquistar novos mercados e mobilizar seus créditos junto a instituições financeiras; (iii) preventiva pelo fato das companhias seguradoras colocarem à disposição de seus clientes informações comerciais, bem como pesquisas acerca da conjuntura econômica, de modo que o empresário possa melhor orientar suas atividades com relação ao risco de crédito de seus clientes, sendo certo que as companhias de seguro negam cobertura a clientes constantes de uma “lista negra” devido à sua má qualidade creditícia e (iv) acessória, na

³³⁸ Ibidem, pp. 17-20.

³³⁹ GOLDSTEIN, Sergio Mychkis, *Op. cit.*, p. 64.

medida em que as seguradoras foram adquirindo profissionalismo na cobrança judicial de créditos³⁴⁰. O seguro de crédito permite também o gerenciamento do risco de crédito quando as empresas realizam vendas à prazo.

As funções indenizatória e estimulante são as mais relevantes tanto para o seguro de crédito quanto para os derivativos de crédito. O CDS não possui nem a função preventiva e nem a acessória.

O CDS apesar de possuir duas das funções do seguro de crédito, não tem a natureza jurídica de seguro, merecendo regulação distinta, tal como ocorre no Brasil. Nos Estados Unidos, um dos maiores mercados de seguros e de derivativos de crédito, tal assunto ainda é controverso. Em virtude da crise de 2008, que teria sido causada ou intensificada pela falta de regulação do mercado de derivativos de crédito, há argumentos no sentido de que derivativos de crédito são uma forma de seguro e que, portanto, deveriam ser regulados como tal³⁴¹. A literatura norte-americana nem mesmo utiliza o seguro de crédito em específico como parâmetro de comparação com o CDS.

Há quem afirme ser injusto que os derivativos de crédito deixem de ser regulados apenas pelo fato de não se chamarem “seguro”³⁴². No entanto, mostraremos que tal afirmação encontra-se equivocada, embora a regulação dos derivativos de crédito seja necessária. Se por um lado a ausência de regulação mostrou-se prejudicial ao sistema financeiro, especialmente com a crise de 2008, por outro, uma regulação extremamente rígida impede o desenvolvimento deste mercado.

³⁴⁰ COMPARATO, Fábio Konder, *Op cit.*, pp. 12-14.

³⁴¹ HENDERSON, Todd M., *Credit Derivatives are not “Insurance”*, University of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 476, 2009, p. 2, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1440945 (acesso em 30/12/2014).

³⁴² Segundo Michael Greenberger, professor da Faculdade de Direito da Universidade de Maryland e ex-diretor da *Commodities Futures Trading Commission* (CFTC), “*A credit default swap is a contract between two people, one of whom is giving insurance to the other that he will be paid in the event that a financial institution, or a financial instrument, fails*”. Tradução livre: “Um swap de crédito é um contrato entre duas pessoas, uma que está assegurando a outra que irá ser paga caso uma instituição financeira ou um instrumento financeiro falhe”. Observa adiante que o CDS “*It is an insurance contract, but they’ve been very careful not to call it that because if it were insurance, it would be regulated. So they use a magic substitute word called a ‘swap,’ which by virtue of federal law is deregulated*”. Tradução livre: “É um contrato de seguro, mas tem sido muito cuidadosos em não chama-los assim, pois se fossem um seguro, deveriam ser regulados. Então eles usam a palavra mágica substituta denominada “swap”, que em virtude de norma federal não são regulados”. Greenberg faz a expressa referência à utilização do termo “swap”, pois em decorrência do *Commodities Futures Modernization Act* de 2000 as operações de swaps foram excluídas da regulação da CFTC. Observe-se que a SEC também não tinha competência para regular os derivativos de crédito. A ausência de regulação teria sido um dos fatores que teriam permitido o vertiginoso crescimento deste mercado. Tais operações eram “invisíveis” aos olhos dos reguladores e demais participantes do mercado e havia intenso lobby para que essa situação assim permanecesse. (*A Look At Wall Street’s Shadow Market, 60 Minutes: How Some Arcane Wall Street Financial Instruments Magnified Economic Crisis*, p. 2, CBS, 5 de outubro de 2008, disponível em <http://www.cbsnews.com/stories/2008/10/05/60minutes/main4502454.shtml> (acesso em 30/12/2014)).

Interessante notar que a pouquíssima regulação que temos no país sobre este assunto tem a precípua finalidade de limitar a utilização dos derivativos de crédito para fins de proteção, pois nos termos do artigo 2º da Resolução CMN n.º 2.933, de 28 de fevereiro de 2002, o risco de crédito do ativo subjacente deve, necessariamente, ser detido pela contraparte transferidora do risco no momento da contratação do derivativo de crédito, exceto quando se tratar de ativo subjacente regularmente negociado em mercados organizados e cuja formação de preço seja passível de verificação. Tendo em vista que a grande maioria dos ativos subjacentes (empréstimos, financiamentos, arrendamento mercantil, títulos de crédito, etc.) em operações de CDS não são regularmente negociados em mercados organizados, na prática são inviabilizadas as operações a descoberto.

Parece natural fazer a aproximação entre o CDS e o seguro de crédito, pois uma parte se protege contra determinado evento mediante o pagamento de prêmio, que não é reembolsável caso o evento não ocorra. No entanto, enquanto o seguro oferece a garantia contra o inadimplemento o CDS promove a transferência do risco de crédito. Seria incorreto afirmar que todo contrato em que uma parte transfere risco a outra seja contrato de seguro, pois em tal caso a SUSEP teria competência para regular todos os derivativos e uma infinidade de contratos. Além disso, todo contrato enseja alguma alocação de risco, ainda que não seja evidente³⁴³.

A primeira diferença entre seguros – em especial o seguro de crédito – e derivativos de crédito reside no fato de que a atividade securitária é privativa de entidades legalmente autorizadas (vide parágrafo único do artigo 757 do Código Civil), de modo que pelo fato do CDS não ser considerado e regulado como seguro no direito pátrio, as seguradoras não podem realizar este tipo de operação. Apenas instituições financeiras e instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN podem realizar operações com derivativos de crédito na qualidade de receptoras do risco de crédito. Nos Estados Unidos tal diferenciação não pode ser realizada, pois tanto instituições financeiras quanto seguradoras podem ser contrapartes em operações com derivativos de crédito.

No contrato de seguro o segurado deve ter um interesse segurável com fundamento econômico, conforme previsto no *caput* do artigo 757 do Código Civil. Nas palavras de FÁBIO KONDER COMPARATO o interesse econômico do seguro de crédito é o valor econômico representado pelo crédito³⁴⁴. Adicionalmente, por meio do contrato de seguro são acautelados os riscos do próprio contratante, ainda que sejam riscos de crédito, ao

³⁴³ HENDERSON, Todd M., *Op. cit.*, pp. 4-5.

³⁴⁴ COMPARATO, Fábio Konder, *Op. cit.*, p. 33.

passo que no CDS pode haver a transferência de risco do qual a contraparte transferidora não é titular quando a operação é realizada a descoberto³⁴⁵.

No direito brasileiro ainda que não se fale expressamente em “interesse segurável” para operações com CDS, na prática a consequência é a mesma, pois a exposição ao risco de crédito no momento da contratação do CDS é necessária, exceto se o ativo subjacente for regularmente negociado em mercados organizados e cuja formação de preço seja passível de verificação. Nos Estados Unidos para contratar o CDS nem mesmo é necessário estar exposto a risco de crédito ou ter qualquer relação com a entidade de referência, podendo ser realizada a contratação de CDS a descoberto.

No seguro não há transferência de risco. Trata-se de uma garantia contra os efeitos da materialização do risco. Por exemplo, o risco de um raio atingir uma plantação e causar um incêndio não é transferido para a seguradora quando se contrata um seguro, mas se isso acontecer o beneficiário será indenizado desde que comprovado o dano. Pensando em um seguro de crédito, o segurado permanece como titular do risco de crédito, mas, em caso de inadimplemento, receberá o valor da indenização acordada. Diferentemente, no CDS há efetivamente a transferência do risco de crédito do ativo subjacente, não tendo tal derivativo caráter meramente indenizatório. Nada impede, contudo, que no CDS haja a previsão de que o único evento de crédito será o inadimplemento, sendo que nesse caso especificamente o CDS terá apenas a função de garantia e se aproximará do seguro.

O segurado recebe do segurador garantia contra necessidade futura e incerta – por isso fala-se em indenização a ser recebida na ocorrência do sinistro – e não o risco, como ocorre com o CDS. A indenização no seguro de crédito costuma representar 90% do valor inadimplido. O CDS pode prescindir de um prejuízo efetivo para que se tenha direito ao valor acordado, podendo haver previsão contratual de que tal direito poderá ser exercido em virtude da piora na qualidade do risco de crédito da entidade de referência (mensurada por meio de rebaixamento de *rating*, determinado nível de endividamento, renegociação de dívidas, passivos judiciais, etc.), ainda que isso não signifique inadimplemento ou acarrete qualquer prejuízo para a contraparte transferidora do risco.

Por este motivo o valor a ser recebido por aquele que transfere o risco não pode ser chamado de indenização, uma vez que nem sempre é uma recomposição patrimonial por um dano sofrido, mas uma contraprestação pecuniária contratualmente prevista. O mais adequado seria denominar de “contraprestação pecuniária” ou de “valor da proteção” o

³⁴⁵ SALOMÃO NETO, Eduardo, *Op. cit.*, p. 333.

valor recebido na ocorrência de um evento de crédito previsto no CDS. Além disso, o evento que torna devido o recebimento do valor acordado no CDS não seria propriamente um sinistro, motivo pelo qual é denominado de evento de crédito, que é uma situação que evidencia a piora na qualidade do crédito da entidade de referência e enseja o recebimento, pela contraparte transferidora do risco, da contraprestação pecuniária contratada no CDS.

Embora o valor do prêmio pago no seguro seja calculado com base na probabilidade de ocorrência do sinistro com relação a um segurado, a seguradora considera a existência de um conjunto de segurados, baseando-se no princípio da mutualidade. A seguradora utiliza os pagamentos dos prêmios de cada modalidade de seguro para compor fundos, também por modalidade de seguro, para fazer frente aos pagamentos das indenizações. No CDS o cálculo do prêmio é baseado na probabilidade de ocorrência de evento de crédito única e exclusivamente com relação à entidade de referência³⁴⁶, não importando se o receptor do risco realiza outras operações de CDS para que, na média, as operações mais arriscadas compensem as menos arriscadas. Enquanto o objeto social das seguradoras consiste exclusivamente na realização de operações securitárias, os receptores de risco por meio de CDS geralmente realizam outras atividades, sendo as operações de CDS apenas uma delas.

Os derivativos de crédito permitem não apenas a realocação de riscos, mas também a redução dos seus efeitos, na medida em que são alocados àqueles que, em teoria, melhor podem administrá-los ou suportá-los. Na prática não sabemos se quem recebe o risco de crédito por meio do CDS está mais apto a administrá-lo do que quem o transferiu, mas pressupomos que o interesse em assumir determinado risco significa capacidade de geri-lo e que o interesse em se proteger contra tal risco evidencia a indisposição em se manter na qualidade de credor de determinada entidade de referência.

A crise de 2008 nos mostrou que nos Estados Unidos os receptores de risco de crédito por meio de CDS não estavam aptos a assumir tais riscos, até mesmo pelo fato de muitos dos receptores de risco não serem regulados e não estarem sujeitos a normas prudenciais, tal qual os originadores dos ativos subjacentes. Verificou-se, com a crise de 2008, que até mesmo as instituições financeiras, que estavam sujeitas a normas prudenciais da Basileia II – que não eram tão rígidas quanto as da Basileia III que passaram a vigorar

³⁴⁶ O evento de crédito pode se caracterizar como inadimplemento de determinada obrigação, rebaixamento de *rating*, descumprimento de obrigações de fazer ou não fazer (*covenants*), renegociação de dívidas, recuperação judicial ou extrajudicial, falência, etc. Tais eventos deverão estar pormenorizadamente descritos no contrato celebrado entre a contraparte transferidora e receptora do risco de crédito.

pós crise de 2008 – se mostraram incapazes de lidar com o excessivo risco assumido por meio de operações de CDS.

O segurador, ao assumir um risco, o distribui no conjunto de outros contratos de seguro que celebra, observados cálculos atuariais. A contraparte receptora do risco no CDS, por sua vez, ao assumir o risco de crédito de mais de uma entidade de referência consegue atuar de modo semelhante ao segurador, diluindo os riscos que assume, ainda que as premissas para o cálculo do risco máximo a ser assumido sejam diferentes para seguradoras e contrapartes receptoras de risco em CDS. Observe-se, contudo que não é isso que ocorre na maioria das operações de CDS, que têm apenas uma entidade de referência e não um conjunto de entidades.

A ocorrência de um dano efetivo não é pressuposto para o pagamento da contraprestação pecuniária acordada no CDS, mas o é para pagamento da indenização pactuada em contrato de seguro. A obrigação de pagamento em operação de CDS é desencadeada com a ocorrência de um evento e não com um dano comprovado, ainda que saibamos que, em geral, os eventos de crédito estão relacionados a situações em que há a desvalorização de determinado ativo. No CDS para o recebimento do valor da proteção basta notificar a contraparte receptora do risco acerca da ocorrência do evento de crédito e anexar informações públicas que evidenciem sua ocorrência.

No seguro, uma vez ocorrido o dano, a indenização recebida pelo segurado será até o montante de tal dano, não podendo haver lucro. Nesse sentido o artigo 781 do Código Civil prescreve que a indenização não pode ultrapassar o valor do interesse segurado no momento do sinistro, e, em hipótese alguma, o limite máximo da garantia fixado na apólice, salvo em caso de mora do segurador.

No caso do CDS a liquidação pode ser física com a entrega do ativo subjacente cuja entidade de referência sofreu evento de crédito, sendo até mesmo admitida a opção do “*cheapest to deliver*”, conforme visto anteriormente. Tal faculdade é impensável em operações securitárias³⁴⁷.

Em operações de CDS com liquidação física, com a ocorrência de evento de crédito o transferidor do risco entrega o ativo subjacente ao receptor do risco e recebe o valor de face do título inadimplido. Quando a operação de CDS é realizada a descoberto, com liquidação financeira, o objetivo precípuo do transferidor do risco é obter ganho financeiro

³⁴⁷ SCHWARTZ, Robert F., *Op. cit.*, p. 195.

com a ocorrência de evento de crédito de cujo ativo subjacente não é titular. Tal possibilidade distancia os derivativos de crédito do seguro de crédito.

Pode-se mencionar, ainda, a diferença de perfil médio entre o contratante de seguro (em geral pessoas físicas em situações nas quais o seguro é essencial) e contrapartes transferidoras e receptoras de risco de crédito por meio do CDS (instituições financeiras cuja atividade engloba a análise do risco de crédito de seus clientes), o que demanda diferentes interesses a serem protegidos com a regulação. Este é um dos motivos pelos quais há a preocupação da SUSEP em analisar os termos e condições das apólices e homologar os contratos de seguro, os quais são contratos de adesão, ao passo que os derivativos de crédito, ainda que sejam formalizados por meio de contratos que utilizem definições padronizadas, permitem ampla negociação e “customização”. Cabe ponderar, contudo, que o perfil do contratante do seguro e do CDS não é elemento diferenciador de máxima relevância, já que no caso do seguro de crédito os contratantes costumam ser empresas que buscam proteção contra o risco de inadimplemento de seus clientes, não havendo, portanto, que se falar em hipossuficiência.

É mais frequente a assimetria de poder de barganha das partes que realizam operações de seguro (ainda que seguro de crédito) em comparação às operações de CDS, nas quais a relação entre as contrapartes transferidora e receptora de risco tendem a ser mais simétricas, o que justificaria o tratamento regulatório diferenciado de tais institutos³⁴⁸. Este também não nos parece ser elemento diferenciador entre CDS e seguro e justificador de tratamento regulatório diferenciado.

O mercado de CDS possui ainda diversos índices compostos pelas mais variadas carteiras de entidades de referência, o que permite o incremento na liquidez de tais instrumentos financeiros com a ampliação do número e volume de negociações e também da complexidade das operações realizadas. Quando as informações sobre a entidade de referência estão amplamente disponíveis, há maior liquidez, o que facilita a negociação e precificação destes derivativos de crédito³⁴⁹. As operações de seguro não possuem índice semelhante ou o mesmo nível de liquidez dos mercados de derivativos de crédito³⁵⁰, até mesmo pelo fato das operações securitárias estarem restritas às seguradoras e pelas próprias características do contrato de seguro.

³⁴⁸ Ibidem, p. 192.

³⁴⁹ Ibidem, pp. 191-192.

³⁵⁰ Ibidem, p. 197.

Destaque-se, contudo, que alguns problemas relativos aos contratos de seguro também são perceptíveis nas operações de CDS, tais como assimetria informacional, seleção adversa e *moral hazard*, ainda que nem sempre com os mesmos efeitos. Na prática estes problemas ocorrem sempre que há a transferência de riscos a terceiros, independentemente do tipo de instrumento jurídico utilizado, de modo que a nosso ver tais problemas não podem ser considerados como elementos de conexão para se cogitar regular os derivativos de crédito da mesma forma que os seguros.

Assimetria informacional

Em contratos de seguro para mitigar o problema da assimetria informacional há a previsão normativa para a prestação de informações por parte do segurado antes da contratação – para que seja precificado com exatidão o prêmio – e durante a vigência do seguro, o que não acontece com o CDS. Nesse sentido, nos termos do artigo 766 do Código Civil se o segurado, por si ou por seu representante, fizer declarações inexatas ou omitir circunstâncias que possam influir na aceitação da proposta ou na taxa do prêmio, perderá o direito à garantia, além de ficar obrigado ao prêmio vencido.

Prevê o artigo 759 do Código Civil que a emissão da apólice de seguro é precedida de proposta do promitente segurado com a declaração dos elementos essenciais do interesse a ser garantido e do risco, haja vista que o proponente é aquele que tem o maior conhecimento dos riscos a que está sujeito. É a partir das declarações do proponente que serão realizados os cálculos do valor do prêmio a ser por ele pago. Por este motivo, e em decorrência da assimetria informacional entre segurado e segurador, o seguro é contrato de máxima boa-fé. No CDS não há a obrigação da contraparte transferidora do risco informar à receptora acerca dos riscos da entidade de referência. Trata-se, inclusive, de atuação contrária às práticas de mercado, na medida em que o receptor do risco deverá se basear nas informações públicas e em sua própria avaliação sobre o risco de crédito da entidade de referência³⁵¹.

A negociação de derivativos de crédito é fundamentada nas diferentes visões acerca do risco de crédito de uma entidade de referência, as quais podem ser enviesadas em virtude de assimetrias informacionais. Se as informações fossem simétricas a precificação do CDS tenderia a ser uniforme. Por outro lado, a existência de índice CDS para

³⁵¹ DAS, Satyajit, *Op. cit.*, pp. 95-96.

determinadas entidades de referência reduz tal assimetria na medida em que a formação de preço ocorre de modo mais transparente.

A contraparte receptora do risco no CDS preocupa-se com o fato de a assimetria informacional poder resultar em subavaliação do risco a que estará exposta, o que reflete no valor do prêmio a ser cobrado pela proteção e, conseqüentemente, no retorno esperado pela contraparte receptora do risco³⁵².

Tanto no CDS quanto no seguro de crédito a mensuração do risco de crédito para se estipular o valor do prêmio é realizado primordialmente com base na análise da entidade de referência. O risco de crédito do segurado e da contraparte transferidora do risco no CDS também têm relevância na medida em que serão estes que pagarão o prêmio, sendo, portanto, mais um risco de crédito a ser assumido pela seguradora e pela entidade receptora do risco de crédito no CDS.

O artigo 769 do Código Civil prescreve que o segurado é obrigado a comunicar ao segurador, logo que saiba, todo incidente suscetível de agravar consideravelmente o risco coberto, sob pena de perder o direito à garantia, se for provado que silenciou de má-fé. No CDS a transferidora do risco não tem tal obrigação, devendo a receptora do risco avaliar, no momento da renovação do CDS, se é necessário aumento no valor do prêmio para fazer jus ao incremento no risco de crédito da entidade de referência.

A divulgação de informações da entidade de referência por parte da contraparte transferidora do risco pode, até mesmo, ser contrária à disposição normativa (por exemplo, a Lei Complementar n.º 105, de 10 de janeiro de 2001, que trata do sigilo bancário) ou à obrigação de confidencialidade assumida perante a entidade de referência. A ausência de informações prestadas pela contraparte transferidora do risco não eximirá a contraparte receptora do risco do pagamento do valor acordado na ocorrência de evento de crédito.

Imaginemos a situação na qual antes de contratar CDS a contraparte transferidora do risco, em virtude de seu relacionamento com representantes da entidade de referência, tem conhecimento da ocorrência de evento de crédito que ainda não se tornou público. Neste caso a contratação de CDS violaria a boa-fé objetiva e poderia ser anulado.

³⁵² SCHWARTZ, Robert F., *Risk Distribution in the Capital Markets: Credit Default Swaps, Insurance and a Theory Of Demarcation*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, vol. XII, 2007, pp. 190-191, disponível em <http://law2.fordham.edu/publications/articles/600flspub8976.pdf> (acesso em 30/12/2014).

Moral hazard

Em virtude do *moral hazard* os segurados terão incentivos a comportamentos imprudentes e negligentes, de modo a aumentar a probabilidade de ocorrência do sinistro. Para evitar tal comportamento prevê o artigo 768 do Código Civil que o segurado perderá o direito à garantia se agravar intencionalmente o risco objeto do contrato. Não há norma semelhante aplicável ao CDS no direito pátrio, até mesmo pelo fato de ser difícil imaginar que o transferidor do risco possa agravar o risco de crédito da entidade de referência.

É possível pensar, também, em *moral hazard* quando uma pessoa que tem plano de saúde passa a consultar-se no médico mais vezes do que faria caso não possuísse tal cobertura ou a possuísse de modo limitado, sobreutilizando estes serviços. Tal comportamento é prejudicial diretamente para a seguradora, mas indiretamente para os próprios segurados, pois ocasiona aumento do prêmio para todos os segurados. No limite, os valores dos prêmios podem ser tão altos que inviabilizaria a continuidade desta atividade. Em operações de CDS a contraparte transferidora do risco terá incentivos para realizar empréstimos a tomadores com baixa qualidade creditícia, já que irá transferir referido risco de crédito. Há ainda incentivos para que a contraparte transferidora do risco negligencie o monitoramento do devedor e para que precipite ou interfira para a ocorrência do evento de crédito.

No caso do seguro de crédito, de modo a evitar o *moral hazard* a cláusula 6ª das Novas Condições Gerais do Seguro de Crédito Interno Apólice Global (“Condições Gerais”), aprovada pela Circular SUSEP n.º 1, de 11 de janeiro de 1968, prevê a participação obrigatória do segurado nos prejuízos. Tal participação não poderá ser superior a 20% ou inferior a 10% e não poderá ser objeto de seguro ou garantia de quaisquer pessoas ou instituições. Nos termos da cláusula 5ª das Condições Gerais a seguradora especificará, para cada um dos clientes do segurado, o limite de crédito que poderá ser coberto pelo seguro, evitando que pelo fato da apólice ser global o segurado se exponha excessivamente a clientes com baixa qualidade de crédito. Ambos os mecanismos poderiam ser adaptados e utilizados em operações de CDS para se evitar a realização de operações mais arriscadas pela possibilidade de transferência do risco de crédito.

Seleção adversa

A assimetria informacional pode ocasionar o problema da seleção adversa, que pode ser melhor compreendida por meio da análise do mercado de planos de saúde, resultando na elevação dos prêmios cobrados e nas dificuldades para as pessoas idosas contratarem planos de saúde. Isso ocorre em virtude da impossibilidade de adequada discriminação dos indivíduos segundo o grau de risco. Caso a seguradora seja incapaz de identificar precisamente o risco de seus segurados, cobrará preço médio para todos, o que incentiva a aquisição de produtos por indivíduos que apresentam maior grau de risco e corresponde a um aumento do custo para indivíduos com baixo risco.

Tal como ocorre no mercado de “*lemons*” descrito por GEORGE A. AKERLOF, são os adquirentes de planos de saúde que têm mais informações do que os seguradores, uma vez que, a princípio, ainda que sejam realizados exames prévios, cada um sabe melhor sobre sua própria condição de saúde do que qualquer administradora de planos de saúde³⁵³.

A seleção adversa também pode ocorrer no mercado de crédito em que é necessária a apresentação de informações para a obtenção de empréstimo, permitindo o cálculo do risco de inadimplemento e da taxa contratual. Contudo, algumas informações são de difícil obtenção, seja porque possuem custo elevado, seja por causa dos incentivos que os tomadores de empréstimo têm para omiti-las. Deste modo, pela dificuldade de obtenção de todas as informações necessárias para o cálculo do risco de crédito, e tendo em vista os altos custos de monitoramento, as taxas oferecidas serão mais elevadas, mesmo para os tomadores com maior nível de transparência.

Verifica-se que informações assimétricas impactam no processo de concessão de crédito tanto antes da assinatura do contrato, por meio da seleção adversa, quanto após sua assinatura, com o *moral hazard*. FERNANDO ARAÚJO adverte que a diferenciação entre seleção adversa e *moral hazard* por meio do critério temporal em que estes se verificam não é de todo apropriada, sugerindo que a diferenciação entre ambas pode se dar associando a seleção adversa às assimetrias informacionais que se reportam a variável exógena, não manipulável pela parte que se beneficia desta assimetria. O *moral hazard*,

³⁵³ Cf. AKERLOF, George A., *The Market for “Lemons”: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, n.º 3, Agosto de 1970, pp. 488-500, disponível em <https://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf> (acesso em 30/12/2014).

por sua vez, reporta-se às assimetrias informacionais que respeitam variável endógena, passível de manipulação pela parte que dela se beneficia³⁵⁴.

Nas operações de CDS este problema também ocorre, mas não é tão intenso quanto em operações de seguro, pois presume-se que a contraparte receptora do risco possui informações suficientes sobre a entidade de referência para precificar adequadamente o prêmio a ser cobrado. No entanto, caso estejamos falando de CDS para proteção de carteira de ativos subjacentes de várias entidades de referência, se a contraparte receptora do risco não possuir informações suficientes para precificar o prêmio a ser cobrado, elevará seu valor pressupondo que se trata de uma carteira de entidades de referência com alto risco de crédito.

Um dos fatores para que se tentasse a aproximação entre seguros e derivativos de créditos reside no fato de que, no mercado financeiro norte-americano, algumas seguradoras e subsidiárias de seguradoras³⁵⁵ também realizarem operações com derivativos de crédito. As seguradoras participavam de aproximadamente 15% do mercado de derivativos de crédito em 2006, sendo que a AIG, principal participante deste mercado, contribuiu com uma carteira de US\$ 527 bilhões no final de 2007³⁵⁶.

Nos Estados Unidos o interesse em se regular operações de derivativos de crédito como se fossem seguros se deu por parte da *National Association of Insurance Commissioners* (NAIC), conforme se verifica em seu *Draft White Paper* de 2003 denominado “*Weather Financial Instruments (Temperature): Insurance or Capital Markets Products?*”³⁵⁷. Ainda que tal documento tenha objetivado abordar os derivativos climáticos e de energia, esconde um interesse em ampliar o escopo do regulador em virtude da pujança e do potencial de crescimento do mercado de derivativos de crédito. Por este motivo referido documento menciona os derivativos climáticos e também os “*non-insurance products*”³⁵⁸.

³⁵⁴ ARAÚJO, Fernando, *Op. cit.*, pp. 286-287.

³⁵⁵ *AIG Financial Products* era a filial da seguradora AIG que realizava operações de CDS, de modo que com o rebaixamento do *rating* da AIG estava contratualmente obrigada a depositar margem relativa às operações de CDS na qual era a contraparte receptora do risco de crédito, mas na sua impossibilidade precisou ser resgatada pelo governo norte-americano, que aportou o total de 182,5 bilhões de dólares. Mais informações sobre caso AIG em http://www.nytimes.com/2008/09/28/business/28melt.html?pagewanted=1&_r=3&em (acesso em 30/12/2014).

³⁵⁶ HENDERSON, Todd M., *Op. cit.*, p. 21.

³⁵⁷ Tradução livre: “*Instrumentos Financeiros Climáticos (Temperatura): Seguros ou Produtos do Mercado de Capitais?*”.

³⁵⁸ Em 23 de fevereiro de 2004 a ISDA comentou o *Draft White Paper* e solicitou à NAIC que rejeite tal documento e dentre os argumentos observa que os derivativos climáticos não se caracterizam como seguros por não haver a exigência de interesse segurável, sendo que a lógica utilizada pela NAIC poderia ampliar seu escopo regulatório e causar incertezas. Cf. ISDA, *Comment on the Draft White Paper entitled “Weather*

Entre 1997 e 2000 o Departamento de Seguros do Estado de Nova York (*New York State Insurance Department*) emitiu uma série de declarações no sentido de que o CDS não pode ser enquadrado na categoria de seguro, sendo que em 2004 tal entendimento foi positivado na legislação securitária de Nova York³⁵⁹. No entanto, com a crise de 2008 o posicionamento foi revisto e, em 2009, a Conferência Nacional de Legisladores Securitários (*National Conference of Insurance Legislators*) propôs legislação estadual³⁶⁰ apenas permitindo a realização do que denominaram “*credit default insurance*”, ou seja, um CDS no qual a contraparte transferidora do risco deveria, na data do evento de crédito, ter interesse efetivo em tal evento de crédito, o que vedaria a realização de operações de CDS a descoberto. A norma em questão não foi editada, pois os reguladores estaduais estavam aguardando o desfecho da regulação do CDS em nível federal³⁶¹, o que ocorreu, mas com outros contornos, inclusive sem a vedação da negociação de CDS a descoberto.

Cessão de crédito

A cessão de crédito é negócio jurídico bilateral por meio do qual um credor transfere a um terceiro o crédito que detém contra um devedor. Há, portanto, a transferência de todos os elementos da obrigação, o que inclui juros, penalidades, garantias, etc.

Se na cessão de crédito há a transferência do crédito propriamente dito, no CDS e no TRS a parte transferidora do risco transfere à outra parte apenas o risco de crédito do ativo subjacente. O CDS e o TRS são independentes da relação entre credor e devedor, que permanece inalterada. No TRS além da transferência do risco de crédito do ativo

Financial Instruments (Temperature): Insurance or Capital Markets Products?”, 23 de fevereiro de 2004, disponível em http://www.isda.org/c_and_a/pdf/NAICltr022304.pdf (acesso em 30/12/2014) e também KIMBALL-STANLEY, Arthur, *Insurance and Credit Default Swaps: Should Like Things be Treated Alike?*, Connecticut Insurance Law Journal, vol. 15:1, 2008, pp. 250-251, disponível em <http://insurancejournal.org/wp-content/uploads/2011/07/72.pdf> (acesso em 30/12/2014).

³⁵⁹ O parágrafo 6901 do New York Insurance Law define Credit Default Swap e menciona no final da definição “*provided that such agreement does not constitute an insurance contract and the making of such credit default swap does not constitute the doing of insurance business*”. Tradução livre: “ficando estabelecido que tal contrato não constitui um contrato de seguro e a realização de operação de *credit default swap* não constitui a realização de negócio securitário”. Cf. <http://codes.lp.findlaw.com/nycode/ISC/69/6901> (acesso em 30/12/2014).

³⁶⁰ O texto completo da *Proposed Credit Default Insurance Model Legislation* está disponível em http://www.dpw.com/files/Model_Bill_2.pdf (acesso em 30/12/2014).

³⁶¹ SHADAB, Houman B., *Op. cit.*, pp. 429-430.

subjacente são também transferidos seus retornos, mas o ativo subjacente permanece na titularidade da parte transferidora do risco.

Nos termos do artigo 286 do Código Civil o credor pode ceder o seu crédito se a isso não se opuser a natureza da obrigação, a lei, ou a convenção com o devedor. Sendo assim, para que possa haver a cessão de crédito é necessária previsão ou não vedação no negócio jurídico acerca da transmissão parcial ou total do crédito dele decorrente, situação na qual o devedor não poderá se opor à cessão. É necessário, ainda, que o crédito seja determinado ou determinável³⁶². O CDS e o TRS independem da existência de qualquer vedação, dado que há a transferência do risco de crédito, sem a alteração do titular do crédito.

O CDS e o TRS são operações que independem do conhecimento do devedor, pois este não terá sua esfera jurídica afetada, enquanto que a cessão de crédito não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada. Por notificado se tem o devedor que se declarou ciente da cessão realizada, conforme disposto no artigo 290 do Código Civil. Se antes de ser notificado acerca da cessão o devedor pagar ao cedente, tal pagamento terá poder liberatório, enquanto que, após ser notificado da cessão, se pagar ao cedente, não estará desonerado de sua obrigação, posto que seu novo credor é o cessionário. Cabe observar, contudo, que em tal situação, dado que a cessão de crédito é eficaz entre cedente e cessionário, deverá o cedente devolver o valor recebido ou entregá-lo ao cessionário, sob pena de enriquecimento sem causa.

Nos termos do artigo 291 do Código Civil no caso de múltiplas cessões do mesmo crédito, prevalecerá a que se completar com a tradição do título do crédito cedido. O artigo 296 do Código Civil prevê que o cedente não responde pela solvência do devedor, sendo que a regra é a cessão sem coobrigação do cedente, mas podem as partes dispor em contrário. Não é da essência do CDS e do TRS a coobrigação do transferidor do risco, sendo que é este quem transfere o risco de crédito e paga ao receptor do risco um prêmio, enquanto que na cessão de crédito é o cessionário quem paga ao cedente pelo direito de crédito, o que vem junto com o risco de crédito.

³⁶² ROMERO, Ana Paula Berhnes, *Anotações sobre a cessão de crédito no Direito Empresarial*, Tese de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2008, pp. 45; 49 e 59.

CAPÍTULO 7 - PERSPECTIVAS REGULATÓRIAS PÓS CRISE DE 2008

Conforme apontam ANUPAM CHANDER e RANDALL COSTA em virtude da crise de 2008 as alternativas disponíveis para os reguladores no que se refere aos CDS seriam: (i) não fazer nada – já que os agentes teriam aprendido com a crise e pela improbabilidade de ocorrência de outra crise pelas mesmas causas – ou apenas aumentar o reporte de informações e o monitoramento de tais operações; (ii) proibir operações de CDS; (iii) proibir apenas operações de CDS a descoberto; (iv) regular o CDS como seguro ou (v) regular o modo em que os CDS são liquidados³⁶³.

Parece-nos que a terceira possível alternativa, apesar de bastante rigorosa, seria a mais adequada e fácil de viabilizar, pois com a proibição da negociação de CDS a descoberto estamos limitando a utilização do CDS à sua função de *hedge*, sem criar riscos, mas apenas o realocando. No entanto, tal alternativa seria drástica demais, principalmente pelo fato do CDS também ser muito utilizado para as outras funções mencionadas no Capítulo 3. Não podemos esquecer que estamos tratando de um mercado que movimenta anualmente aproximadamente 30 trilhões de dólares.

A utilização de contrapartes centrais (CCPs) para a liquidação de operações de CDS, contudo, foi a principal alternativa escolhida tanto pelos reguladores norte-americanos quanto pelos europeus como sendo a mais apropriada para evitar futuras crises, sem sufocar o pujante mercado de CDS e causando relativamente pouco impacto para os agentes que realizam este tipo de operação³⁶⁴. Nos Estados Unidos, além da regulação das CCPs houve também a regulação do CDS em si (e algumas de suas variações), bem como daqueles que negociam tal instrumento financeiro.

³⁶³ CHANDER, Anupam; COSTA, Randall, *Op. cit.*, pp. 3-4.

³⁶⁴ As Recomendações Finais n.ºs 4 e 5 da IOSCO contidas no *Unregulated Financial Markets and Products – Final Report* (Relatório Final sobre Mercados e Produtos Financeiros não Regulados) sugerem: (i) a necessidade de estrutura regulatória para que as CCPs liquidem operações padronizadas de CDS, o que envolve a gestão de risco das CCPs, a disponibilização de informações ao mercado e aos reguladores e a cooperação entre os reguladores; (ii) a ampliação da utilização de contratos de CDS padronizados para que possam ser liquidados por CCPs; (iii) a atualização das Recomendações da IOSCO para CCPs levando em considerações os problemas decorrentes da liquidação de CDS; (iv) facilitar a divulgação de informações relacionadas às operações de CDS; (v) facilitar o compartilhamento de informações entre os membros da IOSCO e outros corpos regulatórios no que tange ao mercado de CDS; (vi) a busca de eficiência operacional e (vii) a necessidade dos reguladores implementarem as alterações ora mencionadas de modo a promover a coordenação regulatória internacional. Cf. IOSCO, *IOSCO issues final regulatory recommendations on securitisation and CDS market*, Media Release IOSCO/MR/17/2009, 4 de setembro de 2009, disponível em <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS165.pdf> (acesso em 30/12/2014) e também IOSCO, *Unregulated Financial Markets and Products*, Consultation Report, maio de 2009, pp. 26-34, disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD290.pdf> (acesso em 30/12/2014).

A convergência regulatória foi alcançada utilizando-se diferentes estratégias, sendo importante para se evitar a arbitragem regulatória entre estes polos, dado que Estados Unidos e Reino Unido são os principais mercados de negociação de CDS. Em 2007 dentre as operações do mercado de balcão 42% foram realizadas no Reino Unido e 25% nos Estados Unidos³⁶⁵. O Banco Central Europeu verificou que (i) em 2007 o montante de operações de CDS denominadas em Euro totalizou 39%; (ii) em janeiro de 2009 foi de 41% o percentual dos índices de CDS compostos por entidades de referência europeias e (iii) em março de 2009 dentre as operações de CDS realizadas, 37% delas envolviam empresas ou entidades soberanas europeias³⁶⁶.

Nos Estados Unidos o Grupo de Trabalho do Presidente para o Mercado Financeiro (*President's Working Group on Financial Markets*) que em 1999 recomendou a não regulação dos derivativos negociados em mercado de balcão, emitiu, em 13 de março de 2008, juntamente com o Congresso um relatório recomendando melhorias na infraestrutura do mercado financeiro por meio da melhor gestão do risco de crédito da contraparte, que seria alcançado com a compensação, utilização de garantias, bem como com a padronização e interoperabilidade dos componentes de tal infraestrutura³⁶⁷. Destaque-se que em nenhum momento falou-se no CDS especificamente ou mesmo na utilização de CCPs.

No entanto, também em 2008, com a necessidade de resgate do Bear Sterns e da AIG, que eram os principais negociadores de CDS no mercado de balcão, tal instrumento financeiro passou a ser o centro das atenções, haja vista o risco de ocorrência do evento de crédito nas operações em que o Bear Sterns e a AIG eram entidades de referência, bem como o risco de inadimplemento das operações em que eram contrapartes. Em tal momento passou-se a considerar que as CCPs seriam o remédio para se evitar que tal situação se repetisse³⁶⁸.

Embora haja a necessidade de CCPs se registrarem na SEC, essa, em 23 de dezembro de 2008, concedeu à *LCH.Clearnet* isenções temporárias e condicionadas, de modo a permitir que operasse CCP para a liquidação de índices de CDS. Isenção

³⁶⁵ CHANDER, Anupam; COSTA, Randall, *Op. cit.*, p. 3.

³⁶⁶ COMMISSION OF EUROPEAN COMMUNITIES, *Ensuring Efficient, Safe and Sound Derivatives Markets*, Commission Staff Working Paper, 03/07.2009, disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/report_en.pdf, p. 22 (acesso em 30/12/2014).

³⁶⁷ Cf. The President's Working Group on Financial Markets, *Policy Statement on Financial Market Developments*, disponível em <http://www.law.du.edu/images/uploads/presidents-working-group.pdf> (acesso em 30/12/2014).

³⁶⁸ CHANDER, Anupam; COSTA, Randall, *Op. cit.*, pp. 24-25.

semelhante foi concedida à *ICE Trust* em 6 de março de 2009, bem como à *Chicago Mercantile Exchange Inc.* e à *Citadel Investment Group, LLC* em 13 de março de 2009, permitindo que tais entidades realizassem não apenas a liquidação, mas também funcionassem como plataformas eletrônicas de negociação de CDS. A ICE Trust iniciou em 9 de março de 2009 suas atividades de liquidação de CDS referenciados no índice Markit CDX, sendo, portanto, a primeira contraparte central a realizar tal atividade nos Estados Unidos³⁶⁹.

A motivação da SEC para conceder tais isenções foi evitar a demora e desestimular o estabelecimento das CCPs e também pelo fato de entender que uma CCP regulada facilita o trabalho da SEC na prevenção e detecção de fraudes e para se evitar *insider trading* e a manipulação do mercado do ativo subjacente por meio da utilização de derivativos de crédito³⁷⁰.

Em dezembro de 2008 a SEC também concedeu isenções temporárias – principalmente relacionadas ao registro – para bolsas nas quais poderiam ser realizadas certas operações de CDS. As isenções abrangeram os intermediários de operações de bolsa (*broker-dealers*), os quais passaram a poder realizar operações em bolsas não registradas nas SEC³⁷¹.

Apesar da maioria das falências de companhias e instituições financeiras europeias durante a crise de 2008 não terem decorrido propriamente das operações com CDS, as autoridades europeias reconheceram a importância das CCPs para melhorar a higidez do mercado de balcão, trazendo mais segurança para as operações com derivativos de crédito. A União Europeia possuía CCPs para liquidar operações com valores mobiliários e derivativos, com exceção do CDS. A *Financial Services Authority* (FSA), principal entidade reguladora do mercado financeiro britânico iniciou, já em 2008, o processo de aprovação das requisições de entidades privadas para prover os serviços de CCPs para a liquidação de operações de CDS padronizadas, que seriam a maioria dos CDS negociados no mercado europeu³⁷².

A Comissão Europeia iniciou, em 2009, uma consulta pública acerca das possíveis iniciativas para aumentar a resiliência do mercado de derivativos de balcão e verificou que

³⁶⁹ Ibidem, p. 28.

³⁷⁰ Securities and Exchange Commission, *SEC Approves Exemptions to Allow Central Counterparty for Credit Default Swaps*, 23 de dezembro de 2008, disponível em <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-303.htm> (acesso e 30/12/2014). SHADAB, Houman B., *Op. cit.*, pp. 426-427.

³⁷¹ SHADAB, Houman B., *Op. cit.*, pp. 428-429.

³⁷² CHANDER, Anupam; COSTA, Randall, *Op. cit.*, pp. 31-32.

a grande maioria das sugestões envolvia a utilização de CCPs. Não apenas os reguladores, mas os próprios intermediários do mercado entenderam que tal alternativa era a mais adequada³⁷³.

Enquanto nos Estados Unidos a utilização de CCPs decorreu de imposição legal, na União Europeia a Comissão Europeia preferiu pressionar os próprios participantes do mercado financeiro para que passassem a liquidar determinadas operações de CDS em CCPs, pois se assim não o fizessem até a data máxima de 31 de julho de 2009 a Comissão Europeia iria regular este assunto³⁷⁴.

Esta estratégia foi acertada, pois tanto reguladores quanto regulados tinham em mente o resultado almejado e provavelmente seria mais demorado alcançar este objetivo negociando uma proposta de diretiva com vários países. Tanto que a *ICE Clear Europe* e a *Eurex Credit Clear* obtiveram as aprovações regulatórias necessárias para liquidar CDS europeus e iniciaram suas atividades em julho de 2009, alguns dias antes da data limite estipulada pela Comissão Europeia. Até 21 de agosto de 2009 a *Ice Clear Europe* liquidou 2.242 operações, que totalizaram o valor nocional de 146.4 bilhões de Euros, tendo 11 intermediários (*dealers*) como membros. Tal sucesso se deu pelo fato da *ICE Clear Europe* já ter precedente na liquidação de CDS nos Estados Unidos por meio da *ICE Trust US*. A *Eurex Credit Clear*, por sua vez, não teve o mesmo volume de operações e até 21 de agosto de 2009 tinha apenas 2 membros e liquidou apenas 3 operações, que totalizaram o valor nocional de 85 milhões de Euros³⁷⁵.

Observe-se que enquanto nos Estados Unidos foram rapidamente promulgadas as normas relativas às reformas pós crise de 2008, na Europa ainda que as reformas estruturais tenham sido realizadas pelos agentes de mercado tendo os reguladores como propulsores, a edição de uma norma a respeito foi tardia, quando já teriam passado a comoção e os principais efeitos da crise³⁷⁶.

A cúpula do G20, na reunião de setembro de 2009 em Pittsburgh, fixou o compromisso no que se refere a derivativos negociados no mercado de balcão³⁷⁷ e que

³⁷³ Ibidem, p. 32.

³⁷⁴ Ibidem, pp. 32-33.

³⁷⁵ Ibidem, p. 33.

³⁷⁶ Ibidem, p. 43.

³⁷⁷ O *Financial Stability Board* (FSB) foi constituído em abril de 2009 como sucessor do *Financial Stability Forum* (FSF), criado dez anos antes pelos ministros das finanças e presidentes dos Bancos Centrais do G7, tendo dentre seus membros entidades reguladoras e instituições financeiras internacionais com o objetivo de promover a estabilidade do sistema financeiro internacional. Os líderes do G20 em novembro de 2008 entenderam pela necessidade de aumentar o número de membros do FSF com o escopo de ampliar sua efetividade no que tange à regulação, supervisão e outras políticas objetivando a estabilidade do mercado

resume bem quais foram as escolhas dos reguladores para aprimoramento e redução de risco em tais operações: “*All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at the least. OTC derivatives contract should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements.*”³⁷⁸. Os líderes do G20 reafirmaram, em junho de 2010 em Toronto, o compromisso de acelerar a introdução das medidas para melhorar a transparência e supervisão dos derivativos de balcão, de forma internacionalmente coerente e não discriminatória³⁷⁹.

Nesse sentido, resumizamos as alterações na infraestrutura do mercado financeiro norte-americano e europeu pós crise de 2008, tendo como foco os derivativos de crédito negociados no mercado de balcão³⁸⁰. Não pretendemos discorrer sobre todas as normas que promoveram tais alterações, tanto por conta do assunto ainda estar em discussão quanto fato deste nível de detalhamento fugir ao escopo do presente trabalho.

- (i) Padronização dos instrumentos negociados, o que facilitaria, inclusive, a gestão de riscos operacionais e mensuração da exposição dos participantes. Deve-se notar, contudo, que é essencial a flexibilidade para atingir as necessidades dos consumidores destes tais produtos financeiros. Ainda que a padronização seja importante, há muitos riscos que não podem ser administrados utilizando-se produtos de prateleira;

financeiro. Em abril de 2009 o FSF foi convertido no *Financial Stability Board* (FSB), passando a ter escopo mais amplo do que seu antecessor. No Brasil o BACEN, a CVM e o Ministério da Fazenda são membros do FSB. Cf. <http://www.financialstabilityboard.org/about/history.htm> (acesso em 30/12/2014).

³⁷⁸ Tradução livre: “Todos os contratos de derivativos padronizados negociados no mercado de balcão deveriam ser negociados em bolsas ou plataformas eletrônicas de negociação, onde seriam adequadamente liquidadas por meio de contrapartes centrais pelo menos até o final de 2012, sendo que contratos de derivativos de balcão deverão ser reportados a repositórios de negociação. Contratos não liquidados por contrapartes centrais deverão estar sujeitos a mais altas exigências de capital”. Cf. *The G20 Pittsburgh Summit Press Room*, disponível em <http://www.g20pittsburghsummit.org/> (acesso em 30/12/2014).

³⁷⁹ Cf. Considerando n.º 5 do *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR), ou seja, o Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia de 4 de julho de 2012, relativo aos derivativos negociados no mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de operações, que entrou em vigor em 15 de setembro de 2013.

³⁸⁰ Para uma análise do progresso dos membros do G20 nas reformas regulatórias no mercado de derivativos de balcão no primeiro trimestre de 2014, bem como para a comparação acerca da estrutura regulatória em tais jurisdições, Cf. FINANCIAL STABILITY BOARD, *OTC Derivatives Market Reforms: Seventh Progress Report on Implementation*, 8 de abril de 2014, disponível em http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_140408.pdf (acesso em 30/12/2014).

- (ii) Registro ou reporte das operações a entidade capaz de manter, de maneira centralizada, os dados das operações (*Trade Repositories*)³⁸¹, o que inclui valor nocional, prazo, taxa, etc. Estas informações estariam disponíveis ao mercado de forma consolidada e aos reguladores de modo mais detalhado, o que lhes permitiria monitorar inclusive os fluxos de capitais;
- (iii) Necessidade de cooperação internacional para evitar a possibilidade de arbitragem regulatória, motivo pelo qual atualmente se discute a criação de *Global Trade Repositories*. Podem as *Trade Repositories* prestar serviços acessórios, tais como:
 - (i) atuar como agentes de cálculo para determinar o valor devido no momento da liquidação das operações, o que é vantajoso pelo fato da *trade repository* ser um terceiro independente e com o conhecimento técnico necessário para a realização de tais cálculos, evitando questionamentos pelas partes e a ocorrência de erros operacionais;
 - (ii) suporte à constituição de garantias;
 - (iii) verificação da ocorrência de eventos de crédito e
 - (iv) *portfolio compression*, sendo que com a compressão de carteira as operações de mesma natureza e com diferentes contrapartes se compensam, gerando número menor de contratos em aberto e redução na exposição total, com consequente redução de custos e riscos operacionais³⁸²;
- (iv) Melhoras no processo de formação de preços, com propostas visando à submissão das operações a sistemas eletrônicos de negociação mais ou menos centralizados (ou mesmo para bolsas), sendo que a padronização das operações e sua fungibilidade é premissa para que sejam negociadas em tais sistemas. Permitem maior transparência na formação de preços, facilitado a identificação de operações realizadas com preços distorcidos. No caso dos derivativos de crédito, tendo em vista que o CDS desempenha papel relevante na formação de preços no mercado do ativo subjacente, a redução na distorção do preço cobrado para a transferência de risco por meio do CDS evita distorções também no mercado do ativo subjacente. No entanto, os esforços para que os derivativos negociados privadamente sejam negociados em bolsa poderia reduzir a sua disponibilidade, resultando em maiores custos para aqueles que utilizam os derivativos de balcão customizados no curso

³⁸¹ Em novembro de 2006 o DTCC (*The Depository Trust & Clearing Corporation*) iniciou suas atividades como central de informações de operações de CDS e em novembro de 2008 passou a divulgar publicamente e semanalmente as operações de CDS que foram a ela reportadas. A Markit também disponibilizou informações sobre operações de CDS, inclusive os preços praticados em tal mercado. (SHADAB, Houman B., *Op. cit.*, p. 440).

³⁸² YAZBEK, Otavio, *Crise (...)*, pp. 11-12.

normal dos negócios. É por este motivo que a negociação em sistemas eletrônicos seria apenas aplicável aos derivativos de balcão padronizados;

- (v) Alteração na forma de compensação e liquidação de tais operações, sendo valorizado no debate internacional o papel das contrapartes centrais, que registram as operações de seus participantes e assumem a posição de parte das demais contrapartes, centralizando o risco de crédito de todas as contrapartes. Há escolha pela concentração dos riscos de crédito nas contrapartes centrais. As operações que não forem liquidadas por contrapartes centrais deverão contar com maiores reservas de capital;
- (vi) Aperfeiçoamento da “infraestrutura de mercado” por meio da regulação das contrapartes centrais, *Trade Repositories* e dos participantes do mercado de balcão de derivativos; e
- (vii) Reconfiguração das autoridades de supervisão nos Estados Unidos e União Europeia.

As operações de CDS negociadas no mercado de balcão (*Over-the-counter - OTC*) totalizaram o valor nocional de 24 trilhões de dólares, o que representa pouco mais de 3% do volume nocional total de 693 trilhões que foi negociado no mercado de balcão no primeiro semestre de 2013³⁸³. Deve-se observar que dentre as operações de CDS encontramos operações com vários níveis de customização e complexidade.

A partir destes dados cabe indagar se faz sentido os derivativos de crédito – em especial o CDS – serem o foco de toda a discussão acerca da liquidação por meio de CCPs. Uma explicação poderia ser fundamentada nas externalidades negativas e nos impactos sistêmicos causados pelos CDS quando, na ocorrência de um evento de crédito, a contraparte receptora do risco não estiver apta a pagar o valor acordado. Diferentemente dos demais derivativos negociados no mercado de balcão, que em geral permitem alguma previsibilidade com relação aos desembolsos a serem realizados, o CDS por natureza está relacionado a eventos de crédito que são contingentes e se multiplicam rapidamente em momentos de crise.

A negociação dos derivativos de crédito em mercado de balcão permite que tais derivativos sejam customizados, de modo a se amoldar às necessidades de cada empresa, permitindo a criação de soluções flexíveis e gestão mais eficiente de riscos, o que seria

³⁸³ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Statistical release (...)*, pp. 2; 10.

dificultado caso todos esses instrumentos fossem negociados em bolsa, em que os contratos são padronizados e que não se permite alteração nos seus termos e condições. É possível alegar que sem tal flexibilidade o mercado de derivativos de crédito poderia deixar de se tornar atrativo, dado que seus participantes teriam maiores dificuldades e custos para conseguir administrar seus riscos.

Vale notar, no entanto, que em virtude das partes utilizarem os contratos e as definições padrão da ISDA nas operações mais simples e não customizadas (principalmente o CDS que protege a parte contra o risco de crédito de um ativo subjacente – o chamado *single name* CDS), estas costumam negociar apenas o valor do prêmio e o prazo da operação. Nesse sentido, nem sempre é verdadeira a afirmativa de que todas as operações de CDS cursadas no mercado de balcão são customizadas e de difícil padronização. Mesmo nas operações mais complexas as partes também utilizam as definições padrão da ISDA, os chamados *Credit Derivatives Definitions*, cuja última versão data de 2014.

Observe-se que os ganhos de eficiência com o maior controle sobre as operações caso realizadas em bolsa e liquidadas por CCPs não impediriam que outras operações com derivativos de crédito continuassem ocorrendo no mercado de balcão em virtude das vantagens supra mencionadas. Cabe aos reguladores criarem os incentivos adequados para que não tenhamos o efeito oposto, ou seja, que os agentes passem a customizar mesmo as operações que poderiam ser padronizadas para fugir da negociação em bolsa e liquidação por CCPs.

7.1 – Contrapartes Centrais (CCPs) e a mutualização de riscos

Analisaremos nos itens a seguir as contrapartes centrais³⁸⁴ (CCPs) na medida do necessário para compreender os novos desafios a serem enfrentados na liquidação de operações de derivativos de crédito.

³⁸⁴ O termo contraparte central é a tradução do termo em inglês *central counterparties*, sendo designada pela sigla CCP. As contrapartes centrais também são conhecidas como caixas de compensação, *clearinghouses* ou mesmo como *clearings*. No direito brasileiro a Lei n.º 10.214, de 27 de março de 2001 as refere como câmaras de compensação e liquidação.

7.1.1 – Liquidação bilateral³⁸⁵ e por CCPs

O mercado de balcão é relativamente recente no que se refere às operações com derivativos³⁸⁶. Conforme observamos anteriormente, a primeira operação de *swap* realizada no mercado de balcão foi de taxa de juros contratado entre a IBM e o Banco Mundial em 1981³⁸⁷.

A liquidação bilateral é forma típica de liquidação das operações realizadas no mercado de balcão, de modo que uma parte assume o risco de crédito de sua contraparte, aumentando a interconexão entre os participantes, de sorte que a falência ou mesmo o inadimplemento de uma parte afeta necessariamente todas as suas contrapartes, aumentando a possibilidade de risco sistêmico a depender de sua relevância sistêmica e do volume das operações inadimplidas. Na liquidação por CCPs, com o registro do derivativo na CCP há a novação subjetiva por meio da qual a CCP passa a ser contraparte de todas as demais partes, caracterizando-se uma liquidação multilateral.

Acerca da novação observava FRANCISCO CAVALCANTI PONTES DE MIRANDA que *“se alguém nova a dívida é porque extinguiu, com isso, a dívida que existia. Se não houvesse operado a novação estaria o devedor duplamente vinculado – pela primeira e pela outra dívida. Daí o sentido estrito e preciso de novar, que não é*

³⁸⁵ CHANDER, Anupam; COSTA, Randall, *Op. cit.*, pp. 3-4.

³⁸⁶ O artigo 5º da Instrução CVM n.º 461, de 23 de outubro de 2007, ainda que com o objetivo de não definir com grande precisão o que seja mercado de balcão e de bolsa, traz os elementos que caracterizam tais mercados:

“Art. 5º Um mercado organizado de valores mobiliários será considerado pela CVM como de bolsa ou de balcão organizado dependendo, principalmente, do seguinte:

- I – existência de sistema ou ambiente para o registro de operações realizadas previamente;*
- II – regras adotadas em seus ambientes ou sistemas de negociação para a formação de preços, conforme descrito nos arts. 65 e 73, no caso de bolsa, e arts. 95 e 96, no caso de balcão organizado;*
- III – possibilidade de atuação direta no mercado, sem a intervenção de intermediário;*
- IV – possibilidade de diferimento da divulgação de informações sobre as operações realizadas;*
- V – volume operado em seus ambientes e sistemas; e*
- VI – público investidor visado pelo mercado.*

Parágrafo único. As características de que tratam os incisos I, III e IV só são admitidas para os mercados de balcão organizado, na forma prevista, respectivamente, nos arts. 92, inciso III, 93 e 105 desta Instrução.”

Em virtude da preocupação com o risco de arbitragem regulatória (migração para mercados sujeitos à regulação menos rigorosa) há a previsão no artigo 6º da supra referida Instrução a possibilidade da CVM determinar a transformação do mercado de balcão organizado em bolsa.

“Art. 6º A CVM pode determinar a transformação do mercado de balcão organizado em bolsa, a alteração de procedimentos ou normas de funcionamento de mercado de balcão organizado, ou a alteração das dispensas ou autorizações especiais que tenham sido conferidas nos termos desta Instrução, em razão das características concretas do mercado.”

Destaque-se que o advento de mecanismos eletrônicos de negociação, tanto para operações de bolsa quanto para operações de balcão, pode levar à obsolescência das estruturas de intermediação e nubl原因 algumas das distinções tradicionais entre bolsa e balcão.

³⁸⁷ BAKER, Collen M., *Op. cit.*, p. 1300.

*assumir outra dívida, a que se chama nova, e sim a de assumir uma em lugar da outra, que se extingue (...). Não se pode dizer que a novação teve o efeito de extinguir a dívida; a novação é modo de extinção de dívida. A nova dívida é posterior, mas constituir-se extinguir foram num só instante: extinguiu, constituindo-se; constituiu-se para extinguir.*³⁸⁸.

ÉRICA CRISTINA ROCHA GORGA observa que o *animus novandi* é intrínseco à finalidade para a qual as CCPs foram criadas, pois vendedores e compradores contratam sabendo que estão vinculados às regras da CCP³⁸⁹. Ponderava FRANCISCO CAVALCANTI PONTES DE MIRANDA que “a novação é ato jurídico abstrato (...). O *animus novandi* é o ânimo de atribuir a negócio jurídico novo a eficácia novativa, que é apenas a de extinguir outro crédito. O *animus novandi* não se presume. Mas isso de modo nenhum significa que tenha de ser expresso. Pode ser tacitamente querido que se nove. A questão é de interpretação. O que importa é que tenha havido e entrado no nosso mundo a vontade de novar”³⁹⁰.

Há a realocação do risco de crédito da contraparte para a CCP, a qual em uma operação de compra, por exemplo, assumirá as posições de compradora dos vendedores originais e de vendedora dos compradores originais. Dado que a CCP é a própria contraparte, não há que se falar em se responsabilizar pelo inadimplemento de um vendedor perante um comprador ou vice versa.

A premissa é que é melhor assumir o risco de crédito de uma CCP regulada e com efetiva gestão de riscos do que assumir o risco de crédito de uma contraparte que não é regulada e que pode não se ter conhecimento de sua real situação financeira. As CCPs permitem economias no que se refere ao capital regulatório exigido por instituições financeiras, pois dado que a contraparte é uma CCP, passa-se a considerar o risco de crédito da CCP, que tende a ser melhor que os das demais contrapartes³⁹¹.

Na liquidação bilateral as informações são limitadas e muitas vezes não são divulgadas ou apenas são refletidas de forma consolidada nas demonstrações financeiras de seus participantes caso a operação liquidada bilateralmente não seja considerada *off-balance*. Nem mesmo os reguladores são dotados de completa visão do mercado de balcão, mas apenas dos seus regulados e conforme as limitações normativas de cada jurisdição.

³⁸⁸ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, *Tratado (...)*, Tomo XXV, pp. 69 et seq.

³⁸⁹ GORGA, Érica Cristina Rocha, *Op. cit.*, p. 193.

³⁹⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, *Tratado (...)*, Tomo XXV, p. 73.

³⁹¹ COMMISSION OF EUROPEAN COMMUNITIES, *Op. cit.*, p. 16.

Há falta de transparência não apenas com relação às exposições de cada participante, mas também com relação aos preços negociados, o que gera distorções na formação dos preços no mercado de balcão, permitindo ainda que os agentes possam obter maiores lucros. A assimetria informacional e o consequente encarecimento das operações favorecem os maiores agentes deste mercado e desestimula os demais participantes, em especial aqueles que realizam operações esporadicamente e apenas para fins de *hedge*. A utilização de CCPs traz mais transparência ao mercado, pois esta deverá ter registro das operações que são liquidadas e também não poderá utilizar as informações obtidas em benefício próprio.

Além disso, operações realizadas no mercado de balcão não costumam ser padronizadas, líquidas e fungíveis, pois são customizadas para atender às necessidades específicas de determinada parte, havendo encarecimento na liquidação antecipada das operações e dificuldade para a cessão da posição contratual.

Não é possível, na liquidação bilateral, que os agentes considerem suas exposições líquidas, pois quando estamos tratando de contrapartes distintas não podemos falar que houve a compensação multilateral das operações, com a consequente redução do risco total assumido e com a desnecessidade depósito de garantias e margens para as posições que se cancelaram, o que é uma eficiência das CCPs na medida em que os valores que seriam depositados como margem podem ser utilizados para outros fins.

Caso uma parte realize operações com diferentes participantes, deverá administrar seu relacionamento com várias contrapartes e poderá contratualmente estar obrigada a depositar margem em cada uma das operações, havendo uma ineficiência, pois sempre será considerada a exposição bruta. A posição líquida apenas poderá ser levada em consideração se as operações que se anulam forem realizadas com o mesmo participante.

Apontam ANUPAM CHANDER e RANDALL COSTA as seguintes diferenças no resultado da falência do Lehman Brothers no que tange à liquidação da carteira de contratos futuros e da carteira de derivativos de balcão³⁹²:

(i) nos contratos futuros em que o Lehman Brothers era apenas intermediário e atuava por conta e ordem de seus clientes por ser membro da CCP, os valores que os investidores depositaram a título de margem ficaram segregados da massa falida do Lehman Brothers e em poucos dias foram devolvidos, quando sobejavam ao valor de

³⁹² CHANDER, Anupam; COSTA, Randall, *Op. cit.*, pp. 17-19.

liquidação de referidos contratos. Os investidores, deste modo, não sofreram perdas e não houve problemas de liquidez no mercado de futuros;

(ii) a CCP rapidamente assumiu as posições do Lehman Brothers e as leiloou para outros participantes do mercado. Tais posições possuíam um alto nível de liquidez e transparência na formação de preços, seja pela sua padronização, mas também pelo fato dos participantes do leilão não ficarem expostos ao risco de crédito do Lehman Brothers; e

(iii) as margens depositadas pelo Lehman Brothers foram suficientes para cobrir os custos com o leilão, não havendo prejuízo para a CCP, para os membros da CCP (o fundo de mutualização manteve-se intacto) e para o mercado de contratos futuros. Além disso, não houve a necessidade de subsídio ou resgate governamental no que se refere a tais operações.

As operações com derivativos realizadas no mercado de balcão (CDS, por exemplo) e que eram liquidadas bilateralmente não tiveram a mesma sorte:

(i) tanto o saldo positivo devido aos investidores quanto as margens depositadas passaram a fazer parte da massa falida do Lehman Brothers. Não havia segregação patrimonial das margens recebidas, que eram normalmente utilizadas para o próprio capital de giro do banco. A recuperação de tais valores passa a depender do desfecho do processo falimentar;

(ii) o receio de perdas e de que as garantias e margens depositadas não pudessem ser reavidas causou dias antes da falência do Lehman Brothers uma corrida dos investidores para liquidar as posições em aberto e reaver as margens depositadas;

(iii) quando o Lehman Brothers inadimpliu em todos os contratos em que era contraparte e que eram liquidados bilateralmente houve a ampliação da volatilidade no mercado financeiro, na medida em que as contrapartes buscavam rapidamente liquidar suas posições ou outras formas de limitar seus riscos e perdas; e

(iv) tanto nos momentos anteriores quanto na confusão que se seguiu após a falência do Lehman Brothers os reguladores não sabiam precisar qual era o tamanho da exposição e o prejuízo relacionado com o inadimplemento nas operações com derivativos de balcão. Diferentemente, as CCPs sabiam precisamente qual era a exposição do Lehman Brothers nos contratos futuros que eram nelas liquidados.

Além da realocação do risco de crédito da contraparte, outros objetivos a serem alcançados com a utilização de CCPs são: (i) redução do risco sistêmico; (ii) melhor gestão de riscos e (iii) mutualização das perdas entre os membros da CCP, com maior facilidade

para a absorção da inadimplência de algum membro, impedindo sua propagação no mercado.

Ao invés de regular cada um dos participantes que realiza operações no mercado de balcão, parece mais fácil concentrar as operações na CCP e regular apenas a CCP. Veremos adiante que os reguladores norte-americanos preferiram regular não apenas as CCPs, mas também os derivativos de crédito em si e quem realiza este tipo de operação.

O risco de crédito da contraparte é uma das principais fontes de risco sistêmico, sendo que a CCP permite a simplificação da complexa rede de exposições por meio da compensação multilateral. O risco da contraparte é particularmente relevante quando o agente utiliza o contrato para realizar operação *hedge*, haja vista que quando a parte mais precisa que a contraparte esteja adimplente terá suas expectativas frustradas e terá que substituir a operação inadimplida, o que pode ocorrer a preços desfavoráveis ou mesmo impeditivos. A mesma gravidade ocorre quando a contraparte prejudicada dependia do cumprimento para adimplir obrigação própria contraída com terceiros. Sendo assim, a depender do inadimplemento a parte prejudicada poderá também se tornar inadimplente em suas obrigações, de modo que a interconexão entre os participantes aumenta o risco de inadimplemento em cadeia que culmina em crise financeira³⁹³. É um ciclo vicioso, pois o inadimplemento em cadeia pode gerar uma crise e cenários de crise podem acarretar numa cadeia de inadimplementos, principalmente quando há interconexão entre os agentes.

O resultado esperado é o aumento no volume de operações que serão liquidadas por CCPs³⁹⁴, o que representará drástica mudança na infraestrutura do sistema financeiro, de modo que a busca pela redução do risco sistêmico terá impactos relevantes – e por vezes indesejados – no comportamento dos agentes que realizam operações com derivativos de crédito, na liquidez do mercado, na assunção de riscos e na gestão de riscos de instituições financeiras e não financeiras, especialmente no que tange à sua atuação em cenários de turbulência³⁹⁵.

A mitigação do risco de crédito da contraparte nas CCPs também ocorre com a exigência de garantias, margens (iniciais e decorrentes da marcação a mercado), por meio

³⁹³ PIRRONG, Craig, *The Economics of Central Clearing: Theory and Practice*, ISDA Discussion Paper Series, n.º1, maio de 2011, p. 6, disponível em <http://www2.isda.org/functional-areas/research/discussion-papers/> (acesso em 30/12/2014).

³⁹⁴ A liquidação por CCPs tem por resultado o aumento no valor nocional das operações de CDS, pois passa-se a considerar que em cada operação são emitidos dois contratos ao invés de um. Ao invés de haver um contrato entre ambas as contrapartes haverá um contrato com a CCP e cada uma das contrapartes. Explicitamos anteriormente que o valor nocional não é uma boa medida para a análise do tamanho deste mercado. Cf. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Statistical (...)*, p. 2.

³⁹⁵ PIRRONG, Craig, *Op. cit.*, p. 6.

de compensação e por provisões ou fundos constituídos pelos seus membros. No caso de inadimplência de algum membro, a CCP deverá facilitar a substituição e liquidação de sua posição, de modo a reduzir os efeitos prejudiciais decorrentes do inadimplemento. Destaque-se que a atuação da CCP pode ter por consequência tanto a redução do risco sistêmico quanto sua ampliação³⁹⁶, pois as CCPs concentram os riscos de inadimplemento de todas as suas contrapartes.

CRAIG PIRRONG afirma que as CCPs devem adotar práticas consistentes de gestão de risco para corretamente avaliar os riscos envolvidos e tomar as medidas necessárias para controlá-los e mitigá-los. Produtos complexos ou ilíquidos podem trazer riscos adicionais às CCPs, motivo pelo qual a liquidação de derivativos por CCPs deveria estar restrita àqueles líquidos e padronizados, o que excluiria parcela significativa de derivativos de crédito³⁹⁷.

Segundo RAMA CONT e ANDREA MINCA uma CCP bem capitalizada pode reduzir a probabilidade e magnitude de uma espiral de iliquidez sistêmica por meio da redução da interconexão entre os agentes, mas tais benefícios são reduzidos caso grandes participantes deste mercado não sejam membros da CCP. Referidos autores após análise empírica a respeito concluem que a introdução de CCP para a liquidação de CDS aumenta a estabilidade e reduz a probabilidade de crises de liquidez e de contágio para outras empresas, desde que os participantes mais relevantes deste mercado sejam membros da CCP³⁹⁸.

A obrigatoriedade de liquidação de derivativos padronizados em CCPs, por outro lado, incentivaria a realização de operações customizadas, de modo a não permitir sua liquidação por tais entidades. É por esse motivo que os reguladores norte-americanos passaram a impor determinadas restrições às partes que realizassem operações no mercado de balcão com liquidação bilateral. Cabe destacar que muitos dos derivativos de crédito negociados pela AIG não eram padronizados, de modo que a necessidade de resgate pelo governo norte-americano não necessariamente teria sido evitada pela liquidação de suas operações padronizadas em CCPs.

As CCPs permitem a concentração do risco e posterior partilha entre seus membros, os quais depositam recursos em fundo cujo objetivo é permitir que a CCP suporte as perdas

³⁹⁶ Ibidem, p. 2.

³⁹⁷ Idem.

³⁹⁸ CONT, Rama; MINCA, Andrea, *Credit default swaps and systemic risk*, Agosto de 2014, pp. 1-4, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2487947 (acesso em 30/12/2014).

decorrentes de inadimplementos caso as margens depositadas não sejam suficientes para fazer frente a tal descumprimento. Deste modo há a mutualização dos riscos, o que traz problemas de *moral hazard* e seleção adversa, especialmente quanto maior for a heterogeneidade dos membros e a complexidade dos instrumentos que são liquidados na CCP³⁹⁹.

Considerando as vantagens supra mencionadas acerca da utilização de CCPs *vis a vis* a liquidação bilateral, devemos indagar por qual motivo os agentes não decidiram utilizar espontaneamente as CCPs para a liquidação de CDS. Algumas explicações parecem plausíveis: (i) o fato da CCP publicar os preços a que são realizadas as operações, ainda que em bases consolidadas reduz a assimetria informacional, o que prejudica a vantagem comparativa dos intermediários em operações bilaterais; (ii) o fato da CCP se tornar contraparte em todas as operações por meio da novação faz com que o risco da contraparte original passe a ser indiferente, o que cria as bases para que operações sejam realizadas em bolsa, o que aumentaria ainda mais a transparência na formação de preços deste mercado, reduzindo a possibilidade de ganhos dos intermediários e permitindo a entrada de novos participantes para competir com os então existentes, o que reduziria ainda mais os ganhos em cada negociação e (iii) a necessidade de depósito de margem inicial, o que não é comum em liquidações bilaterais, especialmente considerando que os intermediários em geral tinham boa classificação de crédito antes da crise de 2008 e eram considerados portadores de baixo risco de crédito⁴⁰⁰. Observamos que a maioria das preocupações dos intermediários se materializaram com a regulação dos derivativos de balcão após a crise de 2008, especialmente pela liquidação por CCPs passar a ser obrigatória para derivativos padronizados, mas ainda não podemos afirmar se houve efetivamente a entrada de novos participantes neste mercado, em especial o de CDS, que sempre foi muito concentrado, contando com no máximo uma dúzia de receptores de risco de crédito relevantes.

Em decorrência da evidente interconexão do sistema financeiro internacional e pelo fato de as operações com derivativos de crédito serem muitas vezes realizadas por partes domiciliadas em diferentes jurisdições, deve-se pensar em mecanismos para evitar a fragmentação das CCPs, permitindo uniformização tanto de regras quanto de procedimentos, de modo a reduzir os custos e riscos envolvidos na liquidação de operações, bem como a possibilidade de arbitragem regulatória, pois com uma regulação

³⁹⁹ PIRRONG, Craig, *Op. cit.*, p. 2.

⁴⁰⁰ CHANDER, Anupam; COSTA, *Op. cit.*, p. 39.

muito restritiva os agentes passarão a realizar e liquidar suas operações em jurisdições mais “amigáveis”⁴⁰¹. A preocupação com o aumento da competitividade do mercado norte-americano foi relevante para que em 2000 houvesse não regulação dos derivativos de crédito nos Estados Unidos por meio do CFMA e continua presente mesmo após a regulação destes em 2010.

Apenas para ilustrar a necessidade de coordenação, principalmente entre reguladores norte-americanos e europeus em virtude do caráter internacional dos mercados de derivativos de crédito, destacamos que, em 2008, quando o governo norte-americano realizou o primeiro aporte na AIG no valor de 90 milhões de dólares, aproximadamente 60 milhões de dólares foram direcionados para contrapartes não residentes nos Estados Unidos⁴⁰². O fato das operações com derivativos de crédito se concentram em poucas praças tende a facilitar a coordenação entre estes reguladores.

A liquidação multilateral realizada por CCPs reduz a potencial magnitude de perdas, dado que será menor o número de posições que a CCP deverá assumir em virtude do inadimplemento de seus participantes, uma vez que a CCP opera a compensação multilateral de posição e também de exposição.

Apesar da utilização do termo “compensação”, na compensação de posição não se trata do instituto da compensação previsto nos artigos 368 a 380 do Código Civil, por meio da qual se duas pessoas forem ao mesmo tempo credor e devedor uma da outra em dívidas líquidas, vencidas e de coisas fungíveis, as duas obrigações extinguem-se, até onde se compensarem. Na situação em questão a chamada compensação é realizada antes mesmo das dívidas serem líquidas e vencidas (no caso do CDS, antes da ocorrência do evento de crédito).

A compensação de posição, conhecida no jargão do mercado financeiro como *netting*, é instrumentalizada por meio da novação subjetiva dos contratos que são liquidados na CCP, de modo que esta passa a ser contraparte de todos os participantes que nela liquidam suas operações. Pelo fato de com a compensação de posição restar apenas uma posição líquida por participante perante a CCP, há redução (i) da exposição ao risco de crédito da contraparte; (ii) da exposição total dos participantes e (iii) da quantidade de capital que é necessário para fazer jus ao mesmo montante de risco⁴⁰³.

⁴⁰¹ PIRRONG, Craig, *Op. cit.*, p. 3.

⁴⁰² Cf. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION, *Speech of Chairman Gary Gensler*, OTC Derivatives Regulation, European Commission, 25 de setembro de 2009, disponível em <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opagensler-12> (acesso em 30/12/2014).

⁴⁰³ CHANDER, Anupam; COSTA, Randall, *Op. cit.*, p. 37.

Não obstante a possibilidade do evento de crédito não ocorrer durante a vigência do CDS, com a compensação multilateral de posição são desconsideradas as posições que se anulam. Apenas para exemplificar: (i) se parte **A** transferiu o risco de crédito do ativo subjacente **X** para a parte **B** por meio de operação de CDS e (ii) se a parte **B** transferiu para a parte **C** o risco de crédito deste mesmo ativo subjacente para o qual recebeu da parte **A** o risco de crédito, (iii) embora a parte **B** tenha realizado duas operações de CDS, com a compensação multilateral de posição podemos concluir que a posição da parte **B** está zerada, pois por estar tanto na ponta receptora quanto na ponta transferidora do risco de crédito do ativo subjacente **X**, olhando sua posição líquida é como se a parte **B** não tivesse realizado qualquer operação.

A compensação de exposição, por outro lado, é efetivamente uma compensação, conforme prevista no Código Civil, uma vez que as perdas de uma parte com relação à outra compensam seus ganhos com esta mesma parte na medida destes. Acerca da compensação CAIO MARIO DA SILVA PEREIRA afirma que *“além da utilidade prática, a compensação ainda realiza a satisfação da equidade, e foi esta, aliás, uma das razões de sua criação. Com efeito, se o devedor pagasse a seu credor, que é também seu devedor, poderia ver comprometida a satisfação de seu crédito, se o outro caísse em estado de insolvência. A compensação previne este risco, extinguindo as dívidas até a concorrente quantia. E, nesta ordem de consequências, chega mesmo a constituir um privilégio sem texto, no sentido de que autoriza ao credor-devedor, mediante a sua atuação ipso iure, escapar do concurso, no caso de o devedor falir ou sobre seus bens instaurar-se um concurso de preferências⁴⁰⁴”*.

Em negociações bilaterais as partes decidirão se a operação contará com garantias e depósito de margem, bem como o seu montante e formas de ajuste (substituição, reforço, liberação, etc.) conforme o desenrolar da operação e a depender das circunstâncias de mercado. Diferentemente, em CCPs há a exigência de depósito de margem em todas as operações nelas liquidadas, sendo uma margem inicial e outra cujo valor varia durante a vigência da operação de acordo com as variações de preço (ou risco de crédito no caso do CDS) do ativo subjacente e condições de mercado. Além disso, dada a limitação inerente e a impossibilidade de se confiar exclusivamente em modelos, são realizados testes de estresse e simulações de inadimplementos para verificar se a margem estaria adequada aos níveis de risco ao suprir potenciais perdas em cenário de inadimplemento.

⁴⁰⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva, *Instituições de Direito Civil*, Rio de Janeiro: Forense, vol. II, 1995, pp. 177 e 178.

A marcação a mercado, ou seja, a verificação dos ganhos e das perdas de uma operação em determinado período em virtude da volatilidade dos preços dos ativos permite o controle da variação do risco envolvido em operações realizadas no mercado de balcão, de modo que sejam rapidamente utilizadas as margens, como mecanismos de mitigação para reduzir o risco de crédito da contraparte. Em resumo, aqueles que tiveram seu risco ampliado em virtude da desvalorização de seus contratos deverão pagar a diferença negativa no preço de mercado à CCP. Sendo assim, a cada dia o valor que deveria ser pago pela parte caso a operação fosse liquidada ou inadimplida naquele dia já estará assegurado.

As CCPs costumam também exigir margem inicial, a qual deverá refletir o nível de risco da operação que será nela liquidada. A margem tende a ser maior em operações mais arriscadas, mais voláteis, mais complexas e com instrumentos menos líquidos, nos quais a CCP levará mais tempo e despenderá mais recursos para suprir o inadimplemento da contraparte⁴⁰⁵. As margens exigidas (inclusive a inicial) são calibradas pela CCP para fazer frente ao aumento no risco da operação no decorrer de sua vigência.

Em geral são aceitos como margem ativos líquidos e com alta classificação de crédito, como, por exemplo, títulos públicos, o que traz maior segurança no que se refere ao adimplemento das obrigações assumidas pelo agente. Ativos pouco líquidos não cumpririam a função da margem de rapidamente mitigar prejuízos em caso de inadimplemento em virtude da demora em sua liquidação.

Em cenários de crise os ativos líquidos depositados como margem tendem a se tornar mais caros e escassos, o que pode incentivar o desfazimento de operações, seja pela impossibilidade de depósito de margens adicionais, seja com o objetivo de desfazer operações mais arriscadas ou mesmo para liberar os ativos utilizados como margem para obtenção de liquidez imediata ou para utilização em outros fins mais vantajosos.

Observamos, ainda, que a margem também não pode cobrir a integralidade dos riscos envolvidos, pois seria excessivamente alta e tornaria a operação de CDS não atrativa.

Afirma CRAIG PIRRONG que há interação entre a política de garantias exigidas pelas CCPs e as políticas dos Bancos Centrais, uma vez que quanto mais restritivas forem as CCPs ao definirem quais são as garantias aceitas, maiores serão as pressões contra os Bancos Centrais para proverem liquidez aos participantes do mercado de derivativos, de

⁴⁰⁵ PIRRONG, Craig, *Op. cit.*, p. 8.

modo a evitar que estes tenham que liquidar posições devido ao aumento na escassez e demanda por garantias de alta qualidade, que em geral são títulos públicos⁴⁰⁶.

O custo de oportunidade decorrente da não utilização do valor depositado a título de margem é custo de transação relevante a ser considerado na precificação dos derivativos de crédito. A consequência provável, no caso do CDS, será o aumento do preço para a transferência do risco, de modo que a operação poderá até mesmo se tornar pouco atrativa para aqueles que a realizam a descoberto com o único objetivo de obter ganhos com eventos de crédito. Por um lado, o mercado estaria, teoricamente, mais protegido contra o risco sistêmico, mas por outro lado a tendência seria a redução do volume de tais operações, sendo necessário precisar se foi alcançada ao menos a eficiência de Kaldor-Hicks⁴⁰⁷.

Assimetrias informacionais fazem com que a CCP tenda a ser mais conservadora com as operações nas quais possui menor conhecimento do nível de risco envolvido. As CCPs têm a difícil tarefa de exigir nível de margem que reduza o risco de inadimplemento da contraparte, mas ao mesmo tempo tal exigência não poderá ser de tal forma custosa que acarrete a restrição na realização de determinada operação, o que é até mesmo contra os interesses da CCP, na medida em que sua remuneração é diretamente proporcional ao volume de operações que liquida.

Também são exigidas contribuições para determinadas provisões ou fundos de mutualização, que são constituídos para suportar perdas que não podem ser cobertas pelas garantias e margens. Caso o fundo não seja suficiente para cobrir as perdas, a CCP poderá solicitar aportes adicionais de seus membros. Trata-se de mecanismo de mutualização das perdas. O risco continua existindo, mas passa a ser dividido e realocado, passando daqueles que o suportam a maior custo (a contraparte individualmente considerada) para aqueles que o suportam a menores custos⁴⁰⁸.

A CCP deverá também ser titular ativos suficientes para suportar perdas caso se esgotem as margens, as garantias e os valores depositados nos fundos de mutualização. Os

⁴⁰⁶ Ibidem, p. 30.

⁴⁰⁷ Nicholas Kaldor e John Hicks buscando explicações para a alocação de recursos na sociedade questionaram o motivo de haver decisões em que algumas pessoas ficavam em situação pior e outras em situação melhor se este resultado não é Pareto superior. Questionaram, ainda, o porquê de a sociedade aceitar esta distribuição de direitos. A partir desta indagação formularam o Ótimo de Kaldor-Hicks em que haverá eficiência quando no agregado as partes se encontrarem em situação melhor do que a anterior, independentemente das perdas que alguém possa ter sofrido. Para o cálculo deste agregado basta que haja compensação hipotética entre ganhadores e perdedores, de modo que quem ganha, ganha mais do que teoricamente deveria pagar para compensar quem perde. Em outras palavras, as perdas totais não podem exceder a soma dos ganhos.

⁴⁰⁸ PIRRONG, Craig, *Op. cit.*, pp. 9-10.

riscos são, em última instância, divididos com os acionistas da CCP, que, a depender da estrutura adotada, podem ser seus próprios membros. Há fortes incentivos para a CCP exigir nível adequado de margens e provisões de seus participantes, pois em última instância será seu patrimônio que deverá suportar as perdas remanescentes após a utilização das demais garantias.

No que tange às eventuais perdas decorrentes de riscos operacionais, é comum a CCP se proteger por meio da contratação de seguro, uma vez que tais perdas não são decorrentes das contrapartes, mas sim da própria atividade CCP, motivo pelo qual não deveriam ser utilizados os valores depositados pelos seus membros a título de margem ou garantia⁴⁰⁹.

Na ocorrência de inadimplemento por um de seus membros, as perdas serão suportadas em mecanismo de cascata, ou seja, inicialmente pelas margens e garantias depositadas pelo membro inadimplente. Com o esgotamento destes recursos serão utilizados os valores depositados pelo membro inadimplente no fundo de mutualização (ou equivalente), sendo que com sua exaustão poderão ser utilizados outros recursos e dentre eles os próprios ativos da CCP⁴¹⁰.

O inadimplemento de uma contraparte tem por consequência a substituição da posição desta parte pela CCP, sendo que, a depender da magnitude da exposição, a sua substituição poderá impactar substancialmente nos preços do mercado, especialmente porque os eventos de inadimplemento são mais frequentes em situações de crise, nas quais há a redução na liquidez do mercado como um todo. Em cenários normais as CCPs promovem a redução da volatilidade e de movimentos extremos dos preços quando há inadimplemento de operação em valor vultoso⁴¹¹.

As CCPs permitem também a segregação das margens e garantias em relação à massa falida de seu membro inadimplente. A falência de um membro da CCP ou mesmo sua recuperação judicial ou extrajudicial não afetará as contrapartes que fizeram negócio com ele, pois a CCP passou a ser a contraparte de todas as demais partes e as margens e garantias serão utilizadas especificamente para liquidar as posições da parte falida, em recuperação judicial ou extrajudicial, independentemente, portanto, do desfecho de tais eventos. Tal segregação traz tranquilidade às contrapartes e ao próprio mercado em momentos de inadimplemento e crise.

⁴⁰⁹ Ibidem., p. 9.

⁴¹⁰ Ibidem, p. 21.

⁴¹¹ Ibidem, p. 10.

7.1.2 – Problemas decorrentes da mutualização dos riscos

Tendo por premissa a imposição de liquidação das operações com derivativos de crédito por meio de CCPs, estas assumem papel de relevância, na medida em que sua atuação afeta o mercado de derivativos de crédito ao alterar os custos necessários para se realizar tais operações. A mutualização de riscos realizada pela CCP é benéfica, mas também pode distorcer incentivos em virtude da existência de assimetrias informacionais, ficando evidente problemas de *moral hazard* e seleção adversa.

O *moral hazard* se verifica pelo fato de a divisão de riscos criar incentivos para se tomar mais riscos, uma vez que a CCP não poderá impedir a tomada de riscos por seus membros. Outra consequência da mutualização relacionada ao *moral hazard* é a redução dos custos que empresas com pior qualidade de crédito devem suportar em comparação com os custos suportados por empresas menos arriscadas⁴¹².

A exigência de margem é um mecanismo para a redução do *moral hazard*, mas ainda é imperfeito, pois as margens dependem mais do nível de risco da operação do que da qualidade de crédito daqueles que a celebram. Quando as margens não variam significativamente conforme o risco trazido por cada contraparte o resultado é a subprecificação dos riscos de empresas com pior qualidade de crédito e a sobreprecificação dos riscos de empresas com melhor risco de crédito. Ainda que haja o monitoramento por parte da CCP do risco de crédito de seus membros, a não imposição de margens diferenciadas por esse fato aumentaria o problema do *moral hazard*⁴¹³.

CRAIG PIRRONG pondera que algumas CCPs, em circunstâncias limitadas, baseiam as chamadas de margem na classificação de crédito de seus membros, o que também é problemático pelo fato do *rating* mensurar imperfeitamente a qualidade de crédito e por aumentar as chamadas de margem quando há rebaixamento do *rating* de tal membro, o que desestabiliza ainda mais a empresa⁴¹⁴.

A seleção adversa, por sua vez, ocorre pelo fato dos membros da CCP terem maiores e melhores conhecimentos sobre o risco de suas operações do que a CCP, havendo a tendência de haver maior negociação (ou nível de negociação acima da média) das

⁴¹² Ibidem, p. 13.

⁴¹³ Ibidem, pp. 13-14.

⁴¹⁴ Ibidem, p. 13.

operações em que as CCPs subavaliam o risco e menor negociação (ou nível de negociação abaixo da média) das operações que as CCPs sobreavaliam o risco, o que enseja na expulsão das operações menos arriscadas pelas mais arriscadas. A complexidade de determinados derivativos de crédito apenas acentua esse fenômeno⁴¹⁵.

7.1.3 – Quais operações deveriam ser liquidadas por CCPs

Uma das principais preocupações das CCPs refere-se aos tipos de operações que poderão e deverão ser por elas liquidadas.

A IOSCO dentre as 17 recomendações dos *Requirements for Mandatory Clearing* (Requisitos para a Liquidação Mandatória)⁴¹⁶, emitidos em fevereiro de 2012, prevê já na recomendação n.º 1 que as autoridades que implementam o regime de liquidação mandatória por meio de CCP deverão considerar o modelo “*bottom-up*” para determinar quais os produtos serão submetidos a este tipo de liquidação, devendo para tanto considerar as informações advindas de várias fontes, incluindo as *trade repositories*, conforme propõe a recomendação n.º 4. As propostas para a criação de nova obrigação de liquidação por meio de CCPs deverá ser precedida de consulta pública (recomendação n.º 5).

O modelo *bottom-up* considera os produtos que a própria CCP se propõe ou é autorizada a liquidar. A CCP informaria ao regulador quais seriam tais produtos, de modo que a partir daí que o regulador determinaria a liquidação destes pela CCP. Tal modelo incentivaria a inovação por parte das CCPs, pois estas teriam interesse em conseguir liquidar o maior número possível de operações e para isso teriam que desenvolver modelos específicos de precificação e gestão de riscos conforme as necessidades do mercado. Este modelo se contrapõe ao modelo *top-down*, por meio do qual o regulador tem o poder de partindo de seus próprios critérios impor quais operações serão liquidadas por CCP, independentemente da CCP ter se proposto a liquidá-las. Pode até mesmo haver a situação em que dadas as características da operação não haja CCP interessada em liquidá-la.

O modelo *top-down* deve ser evitado, na medida em que a liquidação por CCP não deve ser realizada a qualquer custo. A CCP deverá informar o que consegue e o que não

⁴¹⁵ Ibidem., p. 12.

⁴¹⁶ IOSCO, *Requirements for Mandatory Clearing*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Fevereiro de 2012, disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD374.pdf> (acesso em 30/12/2014).

consegue liquidar dentro de intervalo de risco aceitável, haja vista que deverá ter a capacidade de entender profundamente a operação para avaliar qual é o montante adequado de margens iniciais e garantias que deverão ser exigidas de seus membros. Mais do que isso, será necessário que a CCP consiga valorar a operação diariamente para calcular o valor das chamadas de margem. Deverá também analisar com precisão os riscos envolvidos no inadimplemento de tais operações, de modo a realizar as provisões adequadas.

No entanto, caso os reguladores determinassem a liquidação de determinado tipo de operação, ainda que sejam demonstrados seus riscos para a higidez das CCPs, é de se esperar que assumissem alguma responsabilidade pela solvência destas. Adiante veremos que nos Estados Unidos os derivativos que deverão ser liquidados por CCPs são aqueles que as CCPs, estão aptas a liquidar, sendo, portanto, utilizado o modelo *bottom-up*.

Outro aspecto importante refere-se à liquidez das operações que serão liquidadas, na medida em que em cenários de crise operações pouco líquidas poderão expor a CCP a risco de liquidez, pois terá dificuldades em encontrar quem assuma a posição da parte inadimplente. Em resumo, as CCPs deverão estar confortáveis com a liquidação de determinado produto, de modo a não prejudicar o processo de gestão de riscos.

A IOSCO recomenda que a autoridade que optar pelo modelo *top-down* deverá realizar consulta com os agentes de mercado, recebendo destes informações acerca de quais produtos seriam adequados para serem obrigatoriamente liquidados por CCPs (recomendação n.º9). O regulador deverá ser bastante rígido com relação às exceções, que deveriam ser em número e com extensão limitada (recomendação n.º 11).

Prevê a IOSCO três critérios sobre os quais deverá se pautar a liquidação mandatória de operações por meio de CCPs: (i) nível de padronização dos termos contratuais e processos operacionais; (ii) natureza, profundidade e liquidez do mercado para o produto em questão e (iii) disponibilidade de fontes de preços confiáveis, justas e geralmente aceitas.

CRAIG PIRRONG, por sua vez, indica alguns requisitos e fatores que influenciam a liquidação em CCPs:

(i) padronização dos contratos, o que permite a compensação, seja com relação a operações realizadas com outras contrapartes quando se é ao mesmo tempo credor e devedor de terceiro, mas também possibilita a extinção de posições compradas e vendidas idênticas, titularizadas por um mesmo agente. A padronização aumenta a liquidez ao se

concentrar as operações em pequeno número de contratos e a maior liquidez facilita a substituição de posições quando há inadimplemento de algum membro;

(ii) transparência na formação de preços, o que sugere que instrumentos mais complexos são em geral menos líquidos, mais difíceis de serem precificados, aumentando a probabilidade de exigência de margem, que pode não corresponder adequadamente ao nível de risco de tal instrumento, aumentando a vulnerabilidade à seleção adversa. Por esse motivo foram criados leilões para permitir a precificação dos instrumentos mais complexos e menos líquidos. A ICE Trust, primeira CCP de derivativos de crédito, por exemplo, não liquida em seus sistemas CDS que possuem como entidade de referência um de seus membros devido a problemas de avaliação de risco⁴¹⁷;

(iii) liquidez, a qual não é necessariamente um impeditivo, mas influencia nos custos e riscos para se liquidar operação por meio de CCP. Quanto mais líquido o instrumento, mais acurada é a sua formação de preço e, portanto, será menor a probabilidade de excesso ou falta de garantias para suportar os riscos que dele advém. Além disso, nestes casos as séries históricas são mais confiáveis, facilitando o desenvolvimento de modelos para indicar qual o montante das chamadas de margem. Cabe lembrar que os instrumentos mais líquidos são menos custosos para a CCP administrar, uma vez que em caso de inadimplemento de um membro, será mais fácil substituir sua posição. Destaque-se que a liquidez não depende apenas do ativo em si, mas também da proximidade do vencimento da operação. Por exemplo, em operações com derivativos de crédito, verifica-se que um CDS com prazo de 5 anos tem maior liquidez na data inicial da operação, sendo que há redução da liquidez conforme a proximidade da data de vencimento. A liquidez tende a se reduzir também em cenários de crise, havendo o fenômeno da “busca pela qualidade” (*flight to quality*), ou seja, são liquidadas posições em operações mais arriscadas e menos líquidas para a aquisição de ativos menos arriscados, como por exemplo títulos públicos;

(iv) características de risco, pois ainda que o contrato seja padronizado, mesmo produtos que são líquidos podem se tornar ilíquidos no decorrer da operação. A liquidação por meio de CCP de produtos que não são adequados para tanto não apenas aumenta os custos e riscos para a CCP, a ser suportado indiretamente por todos os seus membros, mas ampliam o risco sistêmico.

⁴¹⁷ PIRRONG, Craig, *Op. cit.*, pp. 17 - 20.

Na recomendação n.º 13 dos Requisitos para a Liquidação Mandatória a IOSCO sugere que de modo a promover a consistência internacional e reduzir o risco de arbitragem regulatória os reguladores deveriam informar aos demais acerca do regime de liquidação mandatória por CCPs que estiver em vigor em sua jurisdição, bem como das propostas de alteração. As informações deveriam mencionar (i) o produto que está sujeito à liquidação obrigatória por CCP; (ii) as CCPs que estão autorizadas a realizar a liquidação de tal produto; (iii) o prazo no qual a liquidação por CCPs se tornará obrigatória para o referido produto e (iv) detalhes das isenções aplicáveis.

Nos termos da recomendação n.º 15 as autoridades deveriam cooperar para identificar lacunas, sobreposições e conflitos entre regimes no que tange à aplicação extraterritorial das obrigações de liquidação de operações por meio de CCPs, sendo recomendado que tal coordenação entre autoridades se dê, na medida do possível, por meio de canais bilaterais ou multilaterais. A recomendação n.º 16 sugere que possam ser utilizadas CCPs em outras jurisdições para o cumprimento da obrigação de liquidação obrigatória, desde que o regulador cumpra com os padrões internacionais para implementar sistema por meio do qual os participantes em um mercado possam acessar a CCP de outro país.

7.1.4 – Relação das CCPs com os órgãos reguladores

É importante a obrigatoriedade de as CCPs divulgarem aos reguladores informações sobre as operações que ali são liquidadas, bem como informações sobre exigências de margem e mecanismos utilizados para a mitigação do risco de crédito da contraparte e da vulnerabilidade da própria CCP. Podem as CCPs auxiliarem os reguladores a mapearem as exposições de seus membros, responderem com antecedência e a entenderem a abrangência e implicações de futuras crises. Caso haja mais do que uma CCP num mesmo país, far-se-á necessária a obtenção de informações de todas elas para se construir um mapa de exposições e interconexões⁴¹⁸.

Entretanto, sem a obrigatoriedade de todas as operações com derivativos de crédito processadas em mercado de balcão serem liquidadas por CCPs, haverá o incentivo para que operações continuem sendo liquidadas bilateralmente. Por outro lado, nem todas as

⁴¹⁸ Ibidem, p. 25.

operações são passíveis de liquidação por CCPs e considerando que muitas operações são realizadas internacionalmente, poderá haver arbitragem regulatória e também a dificuldade em se mapear a efetiva exposição dos agentes econômicos⁴¹⁹.

Por este motivo são de extrema relevância as *Trade Repositories* como fonte de informação para os reguladores, pois incluem em seus registros informações sobre operações realizadas no mercado de balcão, independentemente de serem ou não liquidadas por CCPs.

Uma das questões suscitadas em virtude do grande volume de operações realizadas com contrapartes de diferentes jurisdições e por haver ao menos uma CCP em cada jurisdição refere-se ao fato de as partes serem obrigadas a liquidarem suas operações em determinadas CCPs ou terem a liberdade para escolher a CCP que mais lhes convém, ainda que seja situada em jurisdição diferente daquela dos participantes. Independentemente de tal problemática é essencial a coordenação entre órgãos reguladores de diferentes jurisdições, não obstante as diferenças legais e regulatórias tendam a dificultar este diálogo⁴²⁰.

7.1.5 – Chamadas de margem e garantias⁴²¹

Margem em operação de derivativo de crédito refere-se ao valor a ser depositado pela parte em decorrência do risco da operação que será liquidada na CCP (margem inicial) e da ampliação do risco de crédito a que a outra parte está sujeita durante a vigência do derivativo de crédito, de modo a mitigar o risco do valor contratado como proteção não ser pago caso o evento de crédito se concretize. Enquanto o depósito de margem inicial e as chamadas de margens (ou seja, solicitações da CCP para o reforço das margens já depositadas) são obrigatórias em CCPs, em operações liquidadas bilateralmente tal exigência depende do que for acordado contratualmente. Em operações liquidadas por

⁴¹⁹ Idem.

⁴²⁰ Ibidem, pp. 41-42.

⁴²¹ O termo “garantia” é bastante difundido no mercado e utilizado até mesmo pela Instrução CVM n.º 283, de 10 de julho de 1998, que dispõe sobre o mercado de liquidação futura, mas juridicamente seria mais adequada a utilização do termo “provisionamento”, haja vista que não é necessário qualquer procedimento judicial ou extrajudicial de excussão para que tal valor seja utilizado para fazer face às obrigações contraídas por quem provisionou. Além disso, a relação jurídica que formaliza o provisionamento não se confunde com as garantias reais ou pessoais previstas no Código Civil.

CCPs a margem inicial costuma corresponder a um percentual sobre o valor do contrato em questão.

Segundo NELSON EIZIRIK “*As margens constituem modalidade de caução, posto que sua função precípua é a de assegurar a solvabilidade do comitente; daí decorre a sua natureza de obrigação acessória, firmando-se na existência de uma obrigação principal (...)*”⁴²². Concordamos com NELSON EIZIRIK e também com ÉRICA CRISTINA ROCHA GORGA quando esta afirma que as margens não constituem sinal ou arras confirmatórias por não representarem início de pagamento, bem como as partes poderão vir a ser chamadas durante a vigência contratual para reforçarem as margens, as quais serão devolvidas com a execução contratual. Trata-se de obrigação acessória do contrato novado em que a CCP passa a ser a contraparte de cada uma das partes⁴²³.

A utilização de margem em operações com derivativos de crédito apenas será efetiva caso: (i) a exposição seja marcada a mercado frequentemente (diariamente, de preferência); (ii) a margem seja depositada no momento em que foi chamada e no montante convencionado e (iii) ofereça efetivamente proteção contra o risco de crédito da contraparte, não podendo ser em valor inferior à variação do risco de crédito⁴²⁴.

Alguns problemas podem ser identificados com as chamadas de margem em operações liquidadas bilateralmente, o que evidencia a maior segurança para o sistema financeiro com a utilização de CCPs:

(i) cada parte realiza sua própria administração de riscos, sendo difícil avaliar de modo uniforme o montante dos riscos envolvidos. Há a dificuldade em ser conservador com relação à avaliação de riscos quando se está em mercado que compete intensamente por cada operação;

(ii) para ganhar competitividade as instituições menores não chamam margem ou as chamam em montante inferior àquele exigido pelas grandes instituições ou mesmo em periodicidade não diária, mas semanal ou mensal. Trata-se do *race to the bottom* em que a busca por mais clientes acarreta em redução da rigidez na gestão de riscos, causando efeitos deletérios ao criar uma competição em que o ganhador é aquele que possui a mais frágil administração de riscos;

(iii) o montante da chamada de margem tem como base a qualidade de crédito do receptor do risco, que muitas vezes é baseado em sua classificação de crédito (*rating*), nos

⁴²² EIZIRIK, Nelson, *Op. cit.*, pp. 22-35.

⁴²³ GORGA, Érica Cristina Rocha, *Op. cit.*, p. 195.

⁴²⁴ COMMISSION OF EUROPEAN COMMUNITIES, *Op. cit.*, p. 12.

trazendo a dificuldade em saber se a avaliação realizada pelas agências classificadoras de risco está realmente adequada⁴²⁵; e

(iv) as chamadas de margem não costumam cobrir a integralidade do risco de crédito, mas apenas parte dele⁴²⁶.

Cabe observar que pelas próprias características do CDS e do TRS as chamadas de margens serão maiores quanto maior for a probabilidade de ocorrência de evento de crédito, o que pode ocasionar problema de liquidez a depender do montante de risco recebido por determinada contraparte⁴²⁷. Os problemas de liquidez são ampliados por conta da alta concentração de contrapartes em tal mercado⁴²⁸.

Segundo estudo realizado pela Comissão das Comunidades Europeias, em 2008 dentre as margens depositadas 84% foram realizadas em dinheiro, enquanto que os títulos públicos ficaram em segundo lugar, com participação de 9%. Outras fontes de pagamento de margem são os títulos de renda fixa, *letter of credits* (fiança bancária) e *commodities*⁴²⁹.

O evento de crédito pode ocorrer não apenas com a entidade de referência, mas também com outras empresas do mesmo segmento em virtude de alguma crise setorial. Na hipótese de a entidade de referência e o receptor do risco integrarem o mesmo segmento, eventualmente o receptor do risco não será capaz de depositar a margem. Já que o transferidor do risco passa a assumir o risco de crédito do receptor do risco e não mais da entidade de referência, em operações liquidadas bilateralmente é recomendável que o transferidor do risco escolha um receptor do risco que não atue no mesmo segmento da entidade de referência. Observe-se que este problema é mitigado por meio da liquidação por CCPs, na medida em que esta será a contraparte tanto do receptor quanto do transferidor do risco.

Apesar das margens reduzirem o risco da contraparte, passam a exigir um padrão de liquidez que a depender do risco tomado pode ser difícil de manter, tendo, indiretamente o

⁴²⁵ Para ilustrar tal situação, pode-se mencionar o fato da AIG ter sido liberada de depositar o montante total da margem requerida devido ao seu elevado rating e ao fato da AIG apenas vender proteção contra o risco de crédito de *tranches* “*super senior*” de empréstimos. Com a crise de 2007 tanto o AIG quanto as *tranches* “*super senior*” de empréstimos tiveram seu *rating* de crédito rebaixado, o que ensejou sucessivas chamadas de margem por parte da AIG que estavam cada vez mais difíceis de serem cumpridas. (COMMISSION OF EUROPEAN COMMUNITIES, *Op. cit.*, p. 13).

⁴²⁶ *Ibidem*, p. 12.

⁴²⁷ Cf. estudo acerca da quantidade adicional de margens e garantias garantias a serem exigidas pelas CCPs para a liquidação de CDS e swaps de taxa de juros dos principais negociadores de derivativos. (HELLER, Daniel; VAUSE, Nicholas, *Collateral requirements for mandatory central clearing of over-the-counter derivatives*, BIS Working Papers n.º 373, Março de 2012, disponível em <http://www.bis.org/publ/work373.pdf> (acesso em 30/12/2014)).

⁴²⁸ CONT, Rama; MINCA, Andrea, *Op. cit.*, p. 2.

⁴²⁹ COMMISSION OF EUROPEAN COMMUNITIES, *Op. cit.*, p. 11.

efeito de reduzir a realização de operações mais arriscadas que tenderão a exigir um valor maior de margem.

Deve-se notar que tanto a Basiléia III quanto a Solvência II⁴³⁰ já aumentam o nível de capital exigido de bancos e seguradoras, respectivamente, de modo que a imposição de valores muito superiores aos atualmente utilizados a título de garantia e margem seria custo de transação que poderia reduzir o interesse em se realizar operações com derivativos de crédito por parte destes que são os principais participantes deste mercado. Trata-se de desafio aos reguladores e às CCPs, pois a chamada de margem em situações em que não há necessariamente a ampliação do risco envolvido ou quando o risco já foi mitigado de outras formas torna desnecessariamente mais cara a operação de derivativo de crédito.

Cabe avaliar se seria mais eficiente a existência de apenas uma CCP ou se o melhor seria a constituição de várias, com características, regras e procedimentos semelhantes, de modo a se evitar a arbitragem regulatória. Devido às economias de escala a tendência é a existência de poucas e grandes CCPs, sendo ao menos uma em cada jurisdição, o que pode dificultar a coordenação entre elas, especialmente em situações de crise⁴³¹. [Vide Tabela 7]

Dentre os argumentos favoráveis à utilização de mais de uma CCP, destacamos: (i) a competição será benéfica para incentivar a inovação, a redução dos preços cobrados, a qualidade dos serviços prestados e o desenvolvimento das CCPs, o que não ocorreria em mercado monopolistas; (ii) em situações de crise a existência de apenas uma CCP pode colocar todo o mercado em risco, pois há a concentração de riscos em apenas um ente, de modo que a existência de mais do que uma CCP teoricamente ampliaria a estabilidade do sistema financeiro e (iii) pensar em apenas uma CCP de abrangência global pode ser ainda mais complexo, haja vista as dificuldades já conhecidas de coordenação, especialmente no

⁴³⁰ Solvência II é a política de regulação de seguros e resseguros da União Europeia, que foi aprovada em 22 de abril de 2009 pelo Parlamento Europeu por meio da Diretiva 2009/138/EC. Os Estados-Membros tinham até 31 de outubro de 2012 para adotar referida Diretiva, mas houve a prorrogação de tal prazo para 31 de março de 2015. Isso ocorreu, pois em 19 de janeiro de 2011 a Comissão Europeia adotou a proposta Omnibus II, a qual objetivava alterar a Diretiva 2009/138/CE, de modo a ajustá-la à nova infraestrutura de supervisão do setor dos seguros, que se deu com a criação da Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA). Dada a sua complexidade, para se evitar o risco de que a Solvência II entrasse em vigor antes das normas transitórias e das adaptações relevantes previstas na proposta Omnibus II foi necessário adiar as datas de aplicação da Diretiva 2009/138/CE, bem como a data de revogação da Solvência I, concedendo às autoridades de supervisão e às seguradoras e resseguradoras tempo suficiente para se prepararem para a aplicação dessa nova infraestrutura. O texto integral da Solvência II está disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/solvency2/index_en.htm (acesso em 30/12/2014). Para mais informações sobre a Solvência II, Cf. NEVES, César da Rocha, *Solvência II no Mercado Brasileiro de Seguros: Requerimento de Capital de Solvência*, SUSEP, 12 de maio de 2010, disponível em <http://www.febraban.org.br/7Rof7SWg6qmyvwJcFwF7I0aSDf9jyV/sitefebraban/C%E9sar%20Neves.pdf> (acesso em 30/12/2014).

⁴³¹ PIRRONG, Craig, *Op. cit.*, p. 3.

que se refere a uma CCP com regras que valham para todas as partes e que não conflitem com as normas internas de cada país.

Ainda que possa ser defensável e, até em uma primeira análise, interessante a existência de uma CCP global, devemos ponderar algumas dificuldades adicionais, tais como: (i) diferenças nas legislações, bem como na velocidade e viés do Judiciário de cada país; (ii) risco político que pode ser trazido por impedimentos à liquidação das operações e transferência de ativos; (iii) problemas de liquidez relacionados a determinada moeda; (iv) concentração ainda maior de riscos, etc.

Os seguintes argumentos são utilizados para justificar a existência de uma única CCP: (i) aproveitamento de economias de escala e de escopo; (ii) evitar problemas de coordenação entre as CCPs; (iii) maior facilidade no monitoramento e administração de riscos; (iv) maiores possibilidades de compensação multilateral, com a utilização mais eficiente dos recursos depositados por seus membros; (v) maior facilidade na substituição de posições dos participantes inadimplentes; (vi) redução de custos e riscos operacionais e (vii) redução da possibilidade de arbitragem regulatória caso haja uma CCP para liquidar operações realizadas por mais de um país.

DARRELL DUFFEE e HAOXIANG ZHU afirmam que os benefícios das CCPs são reduzidos com a existência de múltiplas delas, especialmente se cada uma se especializar em diferente tipo de ativo⁴³². No entanto, haverá perda da possibilidade de compensação entre diferentes classes de ativos, o que gera a necessidade de maiores depósitos de garantias.

Nos Estados Unidos e Europa há atualmente 15 CCPs, sendo que atualmente apenas três delas liquidam mais do que dois tipos de derivativos negociados no mercado de balcão.

JÜRIG MÄGERLE e THOMAS NELLEN propõem a criação de meta-CCP, que seria hierarquicamente superior às demais, com a função de receber e alocar as margens depositadas pelos membros das demais CCPs⁴³³. A meta-CCP seria um tipo de resseguradora.

⁴³² DUFFEE, Darrell; ZHU, Haoxiang, *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?*, p. 1-25, disponível em <http://web.stanford.edu/~duffie/DuffieZhu.pdf> (acesso em 30/12/2014).

⁴³³ MÄGERLE, Jürg; NELLEN, Thomas, *Interoperability between Central Counterparties*, Swiss National Bank Working Papers, 2011-12, 2011, pp. 1-23, disponível em http://www.snb.ch/n/mmr/reference/working_paper_2011_12/source/working_paper_2011_12.n.pdf (acesso em 30/12/2014).

Uma discussão bastante recente refere-se à interoperabilidade (*interoperability*), que permite ao agente escolher a CCP que irá realizar a liquidação de determinada operação. Para tanto as CCPs celebram contratos entre elas, tornando possível a liquidação de operação mesmo em situações nas quais cada agente é membro de uma CCP diferente. Deste modo há competição entre as CCPs, o que reduz custos, melhora a qualidade dos serviços e incentiva a inovação. Por tais motivos a interoperabilidade é incentivada pelos reguladores. No entanto, para que haja a interoperabilidade é necessário que os contratos sejam totalmente fungíveis, o que não é a regra nas operações com derivativos realizadas no mercado de balcão.

7.1.6 – Falência da CCP

As CCPs foram criadas originalmente por membros das bolsas de futuros para atender a uma necessidade prática de gestão mais eficiente do risco de inadimplimento das contrapartes, mas o objetivo de serem instrumentais para a promoção da segurança, estabilidade e higidez do sistema financeiro, não era registrado.

Entendemos que as CCPs não podem ser consideradas panaceia para todos os males, especialmente aqueles similares aos decorrentes da crise de 2008. Pelo contrário, a liquidação de determinadas operações por CCPs pode ser ineficiente e ampliar ao invés de mitigar riscos. As CCPs tanto podem reduzir, como também ser consideradas fonte de risco sistêmico. Tal fenômeno acontece principalmente em virtude das chamadas de margem, que, em cenários de crise, dada a volatilidade dos preços dos ativos, tendem a ser em valores mais elevados e a intensificar os efeitos da crise para seus membros. A consequência natural é o desfazimento de posições por parte dos membros para reaver os valores depositados a título de margem, o que afetará ainda mais o preço dos ativos.

A obrigação de substituição da posição de um membro inadimplente pela CCP pode gerar dúvidas se as garantias e provisões desta serão suficientes. Questionamentos relacionados à adequada capitalização e à solvência da CCP também podem ensejar corridas para o desfazimento de operações, haja vista que o risco que se corre não mais é de cada uma das contrapartes, mas sim da CCP. Trata-se de um ciclo vicioso que amplia e

dissemina a crise de confiança e o risco sistêmico⁴³⁴. Além disso, a concentração de riscos na CCP a torna um ente sistemicamente importante.

A estrutura das CCPs as torna mais vulneráveis aos inadimplementos nos momentos em que seus membros mais necessitam dela como mecanismo para evitar a disseminação de uma cadeia de inadimplementos. A CCP fica mais fragilizada nos momentos em que suas responsabilidades são maiores⁴³⁵.

A insolvência de CCPs não é hipótese cerebrina. Ainda que seja raro, há histórico de falência de CCPs. A *New York Gold Exchange Bank* foi uma das primeiras, sendo que sua falência ocorreu após a sexta-feira negra, em setembro de 1869 nos Estados Unidos, em virtude de manipulação do mercado de ouro encabeçada por James Fisk e Jay Gould. A *Caisse de Liquidation des Affaires en Marchandises* tornou-se insolvente em 1974, em Paris, devido à inadimplência de chamadas de margem quando houve queda abrupta no preço do açúcar no mercado futuro. Em 1983 a *Kuala Lumpur Commodity Clearing House* faliu quando seis grandes negociadores tornaram-se inadimplentes em contratos futuros de óleo de palma negociados no *Kuala Lumpur Commodity Exchange*.

A *Hong Kong Futures Exchange Clearing Corporation* faliu em decorrência da crise do mercado de capitais em 1987 e produziu efeitos devastadores; ensejou o fechamento da Bolsa de Futuros, cujos contratos eram liquidados por referida CCP. Aqueles que fizeram *hedge* de chamadas de margem do mercado de ações no mercado futuro não puderam liquidar suas posições lucrativas no mercado futuro para fazer frente às chamadas de margem no mercado de ações em virtude do fechamento do mercado de futuros e da falência da CCP. Este foi um dos motivos do fechamento do próprio mercado de capitais. Nesta situação o governo de Hong Kong resgatou a CCP⁴³⁶.

A depender do volume de operações liquidadas em uma CCP, sua falência poderia ter os mesmos efeitos da falência de qualquer instituição financeira. O impacto da falência de uma CCP tende a aumentar em virtude da expansão dos tipos de operações que serão liquidadas e dos mercados envolvidos. A consequência natural é a criação de enormes centros de concentração de riscos. Interessante notar que, antes da crise de 2008, muito se falava da redução de riscos por meio da sua dispersão. Por este motivo houve considerável

⁴³⁴ PIRRONG, Craig, *Op. cit.*, p. 21.

⁴³⁵ *Ibidem*, p. 37.

⁴³⁶ TUCKER, Paul, *Clearing houses as system risk managers*, discurso realizado no Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) em 1º de junho de 2011, disponível em <http://www.bis.org/review/r110608g.pdf> (acesso em 30/12/2014). Cf. também HILLS, Bob; RULE, David; PARKINSON, *Central counterparty clearing houses and financial stability*, Financial Stability Review, junho de 1999, disponível em <http://www.jscc.co.jp/en/data/11.pdf> (acesso em 30/12/2014).

crescimento do mercado de derivativos de crédito. Após a crise pensa-se na redução de riscos por meio de sua concentração em CCPs, pois acredita-se que serão melhor geridos pela CCP do que pelos agentes em operações bilaterais. No entanto, ambas as soluções serão insatisfatórias se não forem minimamente supervisionadas.

Alguns mecanismos foram propostos para evitar ou mesmo reduzir os impactos negativos da falência de uma CCP. Dentre eles, considerando que no momento da falência a CCP é titular de posições casadas e descasadas, pensa-se na transferência das posições da CCP para contraparte solvente, que não precisaria ser uma CCP, ou mesmo a transferência das posições e margens da CCP insolvente para uma CCP solvente. Tal solução seria inviável caso houvesse apenas uma CCP em determinada jurisdição, haja vista que transferir as operações para outra jurisdição ensejaria problemas jurídicos e políticos. Outra alternativa seria novar os contratos para que voltem a ser bilaterais, ao menos até a CCP insolvente ser substituída por outra⁴³⁷.

As CCPs poderiam também ter acesso ao Banco Central para obter liquidez ou capitalização em situações de crise, da mesma forma como acontece com instituições financeiras e considerando sua relevância sistêmica e o fato de que muitos dos seus membros são instituições financeiras. A mesma crítica acerca da possibilidade de *moral hazard* pode ser aqui posta, haja vista o incentivo à tomada de risco, dado que em situação de crise a CCP teria a certeza que seria resgatada pelo Banco Central⁴³⁸. Talvez seja melhor que os próprios membros da CCP a socorram em situações de crise ao invés do governo e, indiretamente, os contribuintes. Assim são ampliados os incentivos para os membros da CCP a monitorarem e participarem na gestão de riscos.

É frequente a discussão acerca do que ocorre com a insolvência de um participante da CCP. Também é controverso no direito brasileiro o regime jurídico aplicável à insolvência de CCPs. As CCPs podem ser constituídas sob a forma de sociedades anônimas ou limitadas⁴³⁹, o que nos indica que estariam sujeitas à Lei n.º 11.101, de 9 de fevereiro de 2005 por se subsumirem ao artigo 1º de referida lei⁴⁴⁰.

⁴³⁷ PIRRONG, Craig, *Op. cit.*, p. 38.

⁴³⁸ Ibidem, pp. 39-40.

⁴³⁹ Prescreve o inciso I do artigo 2º da Circular BACEN n.º 3.057, de 31 de agosto de 2001 que o pedido de autorização de funcionamento das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação deverá ser instruído com o estatuto ou contrato social e suas alterações.

⁴⁴⁰ Entendimento de que a Lei n.º 11.101/2005 exclui de seu campo de abrangência as câmaras e prestadores de serviços de compensação é expresso por JÚNIOR, Arthur Migliari, *Capítulo VII: Disposições Penais*, in *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*, TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (Coords.), 3ª ed. rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2009, p. 567.

Neste caso devemos indagar se apenas deveriam ser inseridos no regime falimentar os ativos da CCP ou se deveriam ser considerados também os ativos dos seus participantes e que sobejarem após a liquidação de suas obrigações (fundo de garantia de liquidação, por exemplo). Parece-nos que as salvaguardas dos participantes após a liquidação das operações deveriam compor a massa falida, dado que foram constituídas, dentre outras finalidades, para assegurar a solvência da CCP. Por este motivo dentre os possíveis mecanismos de salvaguardas previstos pelo parágrafo 3º do artigo 4º da Lei n.º 10.214, de 27 de março de 2001⁴⁴¹ estão as regras de compartilhamento de perdas entre os participantes.

O artigo 5º da Lei n.º 10.214, com o objetivo de aumentar a higidez das CCPs estabelece que as câmaras e os prestadores de serviços de liquidação responsáveis por um ou mais ambientes sistemicamente importantes⁴⁴² deverão separar patrimônio especial formado por bens e direitos necessários para garantir exclusivamente o cumprimento das

⁴⁴¹ A Lei n.º 10.214/2001, que dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação embasou a criação do Sistema de Pagamentos Brasileiro - SPB, de modo que passaram a ser liquidadas por CCPs as operações consideradas sistemicamente importantes de acordo com critérios estabelecidos pelo BACEN. Além disso, antecipando naquela época muito do que foi internacionalmente discutido pós crise de 2008, as CCPs passaram a ser utilizadas também em operações realizadas no mercado de balcão. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Edital de Audiência Pública SDM n.º 06/2013*, que trata de proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários, 2013, p. 2, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/Edital%20Aud%20Pub%20SDM%20-%2006-13.pdf> (acesso em 30/12/2014)).

⁴⁴² O artigo 4º da Lei n.º 10.214/2001, define como ambientes sistemicamente importantes aqueles em que o volume e a natureza dos negócios, a critério do Banco Central do Brasil, forem capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro.

A Circular BACEN n.º 3.057, de 31 de agosto de 2001 (conforme alterada pelas Circulares BACEN n.ºs 3.437, de 13 de fevereiro de 2009 e 3.539, de 2 de junho de 2011), ao aprovar o regulamento que disciplina o funcionamento dos sistemas operados pelas câmaras e pelos prestadores de serviços de compensação e de liquidação que integram o sistema de pagamentos, detalha o que são sistemas sistemicamente importantes.

Nesse sentido, prevê o artigo 8º de referida Circular:

“Art. 8º São considerados sistemicamente importantes pelo Banco Central do Brasil:

I - os sistemas de liquidação de transações com ativos financeiros, títulos, valores mobiliários, derivativos financeiros e moedas estrangeiras, independentemente do valor individual de cada transação e do giro financeiro diário:

II – os sistemas de liquidação de transferências de fundos e de outras obrigações interbancárias não relacionadas com as transações de que trata o inciso I, que se enquadrem em pelo menos uma das situações indicadas a seguir:

a) existência de giro financeiro diário médio superior a 4% (quatro por cento) do giro financeiro diário médio do Sistema de Transferência de Reservas – STR;

b) possibilidade de que os efeitos da inadimplência de um participante sobre outros participantes (efeito-contágio), em sistemas de liquidação diferida que utilizem compensação multilateral, a critério do Banco Central do Brasil, coloquem em risco a fluidez dos pagamentos no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro. (...)”

Não obstante a redação do artigo 8º, prescreve o artigo 9º da mesma Circular que independentemente do disposto no art. 8º, o BACEN poderá, a seu exclusivo critério, em exame de caso a caso e com foco no risco, enquadrar ou desenquadrar determinado sistema de liquidação de transferência de fundos como sistemicamente importante.

obrigações existentes em cada um dos sistemas que estiverem operando. Referido patrimônio especial não se comunicará com o patrimônio geral ou outros patrimônios especiais e não poderá ser utilizado para a liquidação de obrigação assumida pela câmara de liquidação em sistema estranho àquele ao qual se vinculam. Além disso, prescreve o artigo 6º que os bens e direitos integrantes do patrimônio especial, bem como aqueles oferecidos em garantia pelos participantes, são impenhoráveis, e não poderão ser objeto de arresto, sequestro, busca e apreensão ou qualquer outro ato de constrição judicial, exceto para o cumprimento das obrigações assumidas pela própria câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação na qualidade de parte contratante.

No entanto, deixando de lado a interpretação literal da norma e analisando a situação sob um ponto de vista teleológico, considerando as atividades realizadas pela CCP e a possibilidade de serem fonte de risco sistêmico, parece-nos que seria mais adequadas sujeitá-las ao regime previsto na Lei n.º 6.024, de 13 de março de 1974, que dispõe sobre a intervenção e a liquidação extrajudicial de instituições financeiras, já que os efeitos sistêmicos da insolvência de uma CCP seriam os mesmos ou até maiores que o da insolvência de uma instituição financeira. Nesse sentido, propomos a inclusão das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação dentre os entes previstos no artigo 52 de referida lei, que trata de sua abrangência subjetiva. O artigo 55, que menciona que o Banco Central é autorizado a prestar assistência financeira às Bolsas de Valores nas condições Fixadas pelo Conselho [Monetário] Nacional deveria também abranger as CCPs. Também poderia ser pensado em definição de padrões de gestão de risco para as CCPs, assim como ocorre com o setor bancário e securitário.

A *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) e o *Bank for International Settlements* (BIS) utilizaram as lições da crise de 2008 para revisar os padrões internacionalmente estabelecidos para sistemas de pagamentos, liquidação e compensação, o que inclui (i) os *Core principles for systemically important payment systems* (Princípios centrais para sistemas de pagamentos sistemicamente importantes) de 2001; (ii) as *Recommendations for securities settlement systems* (Recomendações para sistemas de liquidação de valores mobiliários) de 2001 e (iii) as *Recommendations for central counterparties* (Recomendações para CCPs) de 2004.

Em abril de 2012 tais instituições emitiram os *Principles for Financial Market Infrastructures* (Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro), que substituem os padrões acima elencados, os quais foram harmonizados e tiveram seu escopo ampliado.

Contém vinte e quatro princípios que são aplicáveis a todos os sistemas de pagamentos sistemicamente importantes, os custodiantes de valores mobiliários, os sistemas de liquidação de valores mobiliários, as CCPs e os repositórios de informações, que são denominados em conjunto como infraestruturas do mercado financeiro. Objetiva-se assegurar a robustez da infraestrutura que suporta o sistema financeiro internacional, de modo a resistir a intempéries financeiras⁴⁴³.

Conforme sugerido pelos *Principles for Financial Market Infrastructures*, em 15 de outubro de 2014 o BIS e a IOSCO emitiram o *Recovery of Financial Market Infrastructures* (Restabelecimento de Infraestruturas do Mercado Financeiro) contendo diretrizes a serem seguidas por autoridades e pelas infraestruturas do mercado financeiro em situação de crise, especificando como as perdas deverão ser cobertas e como restaurar a liquidez caso a viabilidade ou solvabilidade tal infraestrutura sistemicamente importante esteja ameaçada. Embora as infraestruturas do mercado financeiro incluam outras entidades além das CCPs, optamos por restringir nesta seção a aplicabilidade de tal documento às CCPs.

O documento considera que as CCPs devem ter um plano de restabelecimento para evitar que falhas nas CCPs gerem problemas sistêmicos. Para tanto, trata de medidas que podem ser utilizadas para facilitar a recuperação das CCPs, tais como: (i) alocação de perdas não cobertas decorrentes do inadimplemento de um participante por meio de chamadas para aumento de capital, retenção e uso de parte do valor das margens depositadas por outro participante, bem como medidas relacionadas às garantias depositadas; (ii) resolução de problemas de liquidez por meio da obtenção de recursos perante terceiros ou participantes da CCP; (iii) aumento dos recursos da CCP após evento de crise por meio de chamadas de capital e recapitalização; (iv) continuação das atividades da CCP após o inadimplemento de um participante por meio da alocação forçada de contratos a determinados membros da CCP ou contrapartes, com possibilidade de término do contrato, seja total ou parcial e (v) alocação de perdas não relacionadas ao inadimplemento de algum participante por meio de recapitalização, utilização de seguros, salvaguardas contratuais, etc⁴⁴⁴.

⁴⁴³ Cf. OICV-IOSCO; BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Principles for Financial Market Infrastructures*, Abril de 2012, disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf> (acesso em 30/12/2014).

⁴⁴⁴ Cf. OICV-IOSCO; BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Recovery of Financial Market Infrastructures*, Outubro de 2014, disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD455.pdf> (acesso em 30/12/2014).

As diretrizes mencionam, ainda, que as perdas no curso normal dos negócios serão de responsabilidade dos titulares da CCP e não deverão ser revertidas por algum membro da CCP ou com a utilização dos recursos depositados a título de margem.

Estas ferramentas, contudo, dependem das restrições regulatórias previstas na jurisdição da CCP. Além disso, a CCP terá bastante discricionariedade para avaliar qual medida será mais adequada na situação de crise, motivo pelo qual é recomendável que os membros da CCP avaliem as regras da CCP e a regulação aplicável para mensurarem os riscos que irão incorrer ao liquidarem suas operações em determinada CCP, bem como suas responsabilidades em tais situações.

Atualmente este assunto não está finalizado e os formuladores de políticas públicas estudam se as CCPs deveriam ter reservas de capital para absorção de perdas, tal como ocorre com as instituições financeiras. Também é bastante polêmica a discussão sobre o montante de recursos que deveriam ser alocados em um fundo para inadimplências. Se por um lado a maior utilização de recursos próprios das CCPs incentiva a prudência na gestão de riscos, por outro, há o problema do *moral hazard*, na medida em que aqueles que liquidam suas operações por meio de CCPs, em especial as instituições financeiras, terão menos incentivos a mobilizarem recursos próprios para o mesmo fim⁴⁴⁵.

7.2 – ISDA e seu papel na autorregulação dos derivativos de crédito

7.2.1 – ISDA e os *Credit Derivatives Definitions*

Embora os derivativos de crédito não tenham sido regulados nos Estados Unidos e Europa antes da crise de 2008, estavam amparados pela autorregulação transnacional realizada pela *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA)⁴⁴⁶. Ainda que a utilização da documentação e dos procedimentos criados pela ISDA não seja obrigatória, verifica-se que são amplamente aceitos e utilizados, fazendo parte dos usos e costumes deste mercado, pois reduzem custos de transação para as partes, especialmente em operações internacionais.

⁴⁴⁵ STATTFORD, Philip, *Too big to fail' worries reach clearing houses*, Financial Times, 2 de Dezembro de 2014.

⁴⁴⁶ Cf. RAUTERBERG, Gabriel V.; VERSTEIN, Andrew, *Op. cit.*, pp. 19-20.

A ISDA foi constituída em 1985 com o propósito de aumentar a segurança, transparência, hígidez e eficiência do mercado global de derivativos de balcão. Inicialmente constituída por 18 negociadores de *swap* de taxa de juros, conta atualmente com mais de 800 membros de 64 países, os quais realizam operações com derivativos no mercado de balcão (empresas, bancos, seguradoras, entidades governamentais, etc.), participam de sua infraestrutura (bolsas, contrapartes centrais e *trade repositories*), incluindo também escritórios de advocacia, empresas de contabilidade e outros prestadores de serviços⁴⁴⁷. Dentre seus membros 42% são usuários finais, 24% são intermediários (*dealers*) e 34% são prestadores de serviços. Quanto à localização destes, 43% se encontram na Europa, 35% na América do Norte, 13% na Ásia-Pacífico, 4% na África, 4% no Japão e 1% na América Latina⁴⁴⁸.

São relevantes os esforços autorregulatórios da ISDA para identificar e reduzir as fontes de riscos de crédito, jurídicos e também operacionais nas operações com derivativos de crédito, o que é feito por meio de (i) elaboração de documentação padronizada, mas que se amolde a diversos tipos de derivativos, permitindo sua customização, de modo a reduzir custos de transação e aumentar a liquidez deste mercado, na medida em que o conhecimento *a priori* dos direitos e obrigações das partes torna mais rápida e aumenta o fluxo de negociações, permitindo a criação de mercado secundário de derivativos de crédito; (ii) avaliação da infraestrutura legal de diversos países, assegurando a exequibilidade das provisões contidas no *ISDA Master Agreement* (Contrato Master ISDA); (iii) esforços para aprimorar a infraestrutura operacional do mercado de derivativos de crédito e (iv) aprimoramento da gestão de garantias e auxílio às empresas para administrarem sua exposição a riscos de crédito de modo eficiente⁴⁴⁹.

A ISDA obteve opiniões legais em mais de 40 jurisdições acerca da exequibilidade das provisões contidas em seus contratos padrão. Nesse sentido, a ISDA também tem papel importante na execução judicial das operações que são formalizadas por meio do Contrato Master ISDA ao prover aos tribunais opiniões legais para auxiliá-los no entendimento dos derivativos em questão⁴⁵⁰.

⁴⁴⁷ Cf. ISDA, *About ISDA*, disponível em <http://www2.isda.org/about-isda/> (acesso em 30/12/2014).

⁴⁴⁸ *ISDA Final* (...), p.10.

⁴⁴⁹ SHIRVANI, Eraj, *Op. cit.*, p. 2.

⁴⁵⁰ BARRERA, Ligia Catherine Arias, *The Traditional Role of ISDA 'Co-Regulating' OTC Derivatives Contracts*, University of Warwick School of Law, Legal Studies Research Paper n.º2014-7, 2014, pp. 13-14, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2434662> (acesso em 30/12/2014).

Em matéria contratual a ISDA publicou em 1996 e revisou em 1999 uma série de definições padrão – os *Credit Derivatives Definitions* – que foram atualizados em 2003 e posteriormente em 21 de fevereiro de 2014⁴⁵¹. Estas definições esclarecem qual é o entendimento a ser aplicado em relação aos elementos dos derivativos de crédito, reduzindo e eliminando equívocos e possibilitando às partes conhecimento preciso do que está sendo acordado.

O CDS é formalizado por meio do Contrato Master ISDA, que é o contrato mais utilizado internacionalmente para este tipo de operação e contém as cláusulas que são a base jurídica das negociações. Embora o contrato seja padronizado, podem as partes utilizar integralmente ou parcialmente suas cláusulas, bem como inserir outras para adequá-lo à operação em questão. Há um anexo próprio no Contrato Master ISDA para as partes excluírem ou inserirem cláusulas. Observe-se que em virtude de sua grande aceitação, a não utilização do Contrato Master ISDA pode até mesmo dificultar o acesso ao mercado de derivativos de balcão.

Noventa por cento das operações com derivativos de crédito realizadas no mercado de balcão são formalizadas por meio do Contrato Master ISDA⁴⁵². Oitenta e sete por cento dos aproximadamente 133.000 contratos de garantia relativos a operações de derivativos de balcão não liquidados por CCPs, celebrados em 2013, eram contratos padrão da ISDA⁴⁵³, sendo que 97% das garantias em operações com derivativos de crédito eram formalizadas por meio de contratos padrão ISDA (*Credit Support Annex* ou *Collateral Agreement*)⁴⁵⁴. Estes documentos padrão elaborados pela ISDA são até mesmo considerados como parte da moderna *Lex Mercatoria* internacional⁴⁵⁵. [Vide Gráfico 17]

As partes negociam e assinam apenas uma vez o Contrato Master ISDA, o qual será utilizado para reger todas as operações de derivativos realizadas entre as partes. Desta forma apenas serão negociados, no caso a caso, os detalhes comerciais da operação, que

⁴⁵¹ O processo de atualização das Definições de Derivativos de Crédito de 2003 se inicia em maio de 2012 com um grupo de trabalho da ISDA, sendo que em novembro de 2013 uma primeira versão foi publicamente disponibilizada para comentários por parte dos participantes do mercado. As novas definições entraram em vigor em setembro de 2014. Cf. *ISDA Publishes ISDA 2014 Credit Derivatives Definitions*, News Release, 21 de fevereiro de 2014, disponível em <http://www2.isda.org/news/isda-publishes-isda-2014-credit-derivatives-definitions> (acesso em 30/12/2014).

⁴⁵² Cf. *The ISDA master agreement has come under scrutiny during the ongoing administration of Lehman Brothers*, The Lawyer, 7 de março de 2011, disponível em <http://www.thelawyer.com/master-artfulness/1007152.article> (acesso em 30/12/2014).

⁴⁵³ Cf. ISDA, *ISDA Margin Survey*, Abril de 2014, disponível em <https://www2.isda.org/functional-areas/research/surveys/margin-surveys/> (acesso em 30/12/2014).

⁴⁵⁴ Ibidem, p. 3.

⁴⁵⁵ RAUTERBERG, Gabriel V.; VERSTEIN, Andrew, *Op. cit.*, p. 21.

são formalizados por meio das “confirmações”. As confirmações são documentos simples e que uma vez assinados passam a fazer parte integrante do Contrato Master ISDA, sendo que todas as disposições do Contrato Master ISDA são aplicáveis às confirmações. Além disso, as confirmações de operações de derivativos de crédito e o Contrato Master ISDA incorporam as Definições de Derivativos de Crédito de 2014 da ISDA (*2014 ISDA Credit Derivatives Definitions*). O Contrato Master ISDA, os anexos, as confirmações e Definições de Derivativos de Crédito formam em conjunto um único contrato. As garantias são formalizadas por meio de um documento denominado Anexo de Suporte de Crédito (*Credit Support Annex*).

A utilização de documentação padrão é importante para trazer fungibilidade às operações e permitir a compensação das posições, bem como de valores devidos pelas partes em várias operações de derivativos, reduzindo a exposição total das partes e, consequentemente, o risco da contraparte.

Apesar da não obrigatoriedade da utilização dos contratos e definições padrão da ISDA, verificamos que a grande maioria das operações do mercado de derivativos de crédito utiliza tal documentação, confirmando a efetividade da autorregulação realizada pela ISDA.

A ISDA também atua como uma entidade adjudicadora ao determinar se houve efetivamente um evento de crédito, de acordo com o que foi previsto contratualmente pelas partes. Esta atividade é realizada pelos Comitês de Determinação de Eventos de Crédito (*Credit Determination Committees*). Ainda que a decisão acerca da ocorrência do evento de crédito não tenha a mesma força de uma decisão judicial – podendo a discussão ser levada posteriormente aos tribunais –, é dotada de considerável credibilidade por ser proferida por uma entidade autorreguladora imparcial e reconhecidamente especializada⁴⁵⁶.

Dentre os fatores que explicam o sucesso da ISDA como agente autorregulador podemos citar: (i) o fato de ter dentre seus membros um número considerável de participantes do mercado de derivativos em diferentes países; (ii) o conhecimento técnico acerca destas operações complexas; (iii) a necessidade dos agentes em formalizar de modo rápido e simples operações com derivativos e (iv) sua proatividade ao revisar continuamente a documentação padrão, identificar eventuais problemas no mercado de derivativos e rapidamente emitir protocolos para remediar ou evitar a repetição destes. Por

⁴⁵⁶ Ibidem, pp. 22-23.

este motivo a ISDA emprega mais de 3000 pessoas em seu comitê de documentação, de modo a mantê-la eficiente ainda que haja alterações no cenário jurídico ou econômico⁴⁵⁷.

LIGIA CATHERINE ARIAS BARREIRA entende que o papel desempenhado pela ISDA na autorregulação do mercado de derivativos negociados de balcão foi fator determinante para a não regulação destes, mas entendemos que se trata de um fator secundário. Os fatores primários foram detalhados no Capítulo 4⁴⁵⁸.

Apesar de bem sucedida a governança privada dos derivativos de crédito realizada pela ISDA e de sua relevância na autorregulação do mercado de derivativos de balcão, não podemos esquecer que sua atuação não foi suficiente para reduzir de forma satisfatória os riscos causados ou amplificados em virtude da utilização de CDS e que foram evidenciados com a crise de 2008. A alteração da infraestrutura regulatória pós crise nos faz indagar acerca da continuidade da força autorregulatória da ISDA em virtude do aumento da importância de outros atores privados, tais como as CCPs e as *Trade Repositories*⁴⁵⁹.

7.2.2 – *Big Bang Protocol* e *Small Bang Protocol*

A ISDA emite protocolos desde 1998, os quais consistem em um mecanismo de aditamento contratual multilateral⁴⁶⁰. São uma forma rápida de atualizar os contratos, inclusive para operações que estão em curso. As partes que aderirem ao protocolo passam a vincular os Contratos Master ISDA por elas firmados aos termos do protocolo em questão, da mesma forma como se o Contrato Master ISDA fosse aditado para incluir as provisões do protocolo. Trata-se de modo uniforme e simples de atualizar e amoldar os contratos à dinâmica do mercado.

Quando a liquidação do CDS for física, após a ocorrência do evento de crédito poderá haver excesso de demanda de títulos a serem entregues em contrapartida do pagamento do valor da proteção. Isso ocorre principalmente quando há a transferência de risco a descoberto com liquidação física.

⁴⁵⁷ Ibidem, p. 21.

⁴⁵⁸ BARRERA, Ligia Catherine Arias, *Op. cit.*, p. 2.

⁴⁵⁹ Ibidem, p. 19.

⁴⁶⁰ Cf. <http://www2.isda.org/functional-areas/protocol-management/about-isda-protocols/> (acesso em 30/12/2014).

O excesso de demanda enseja aumento artificial no preço de mercado do ativo subjacente, trazendo prejuízo àqueles que transferiram risco de crédito a descoberto e com liquidação física, pois com o excesso de demanda a diferença entre o valor nocional e o valor de mercado do ativo subjacente será menor em comparação com situação na qual não há o mesmo aumento artificial nos preços.

Ilustraremos tal situação com o caso da Delphi Corporation (Delphi), empresa multinacional que manufaturava peças automotivas e que em 2005 protocolou pedido de falência nos termos do *Chapter 11* norte-americano, que trata do processo de *reorganization*, que equivaleria à nossa recuperação judicial. Enquanto o volume de títulos da Delphi que foram emitidos totalizava 2 bilhões de dólares, o valor nocional de derivativos de crédito que tinham como ativo subjacente os créditos decorrentes de tais títulos totalizava mais de 20 bilhões de dólares. Após a ocorrência de evento de crédito o preço dos títulos subiu consideravelmente por causa da compra de títulos por parte daqueles que haviam contratado CDS a descoberto. A contraparte transferidora do risco teria que adquirir o ativo no mercado e entregar à contraparte receptora do risco para receber o valor acordado no CDS. Assim, houve excesso de demanda, o que levou ao aumento no preço dos títulos emitidos pela Delphi. Referido aumento não tinha explicação na melhora na qualidade creditícia da Delphi, que já havia sido declarada falida, havendo evidente distorção no mercado⁴⁶¹. [Vide Gráfico 18]

Para mitigar os efeitos de situações semelhantes a ISDA editou desde 2005 uma série de protocolos com a previsão de um mecanismo de leilão para estabelecer o preço dos títulos da entidade de referência na ocorrência de um evento de crédito quando a liquidação for física⁴⁶², de modo que tal valor seria utilizado para a liquidação de operações de CDS sem a necessidade de entrega efetiva dos títulos.

⁴⁶¹ LUBBEN, Stephen J., *Op. cit.*, p. 52.; SHADAB, Houman B., *Op. cit.*, pp. 423-424.

⁴⁶² No período de trinta e nove meses que vai de junho de 2005 a agosto de 2008 a ISDA emitiu/realizou apenas oito protocolos/leilões, quais sejam: *2005 CKC CDS Index Protocol* (junho de 2005), *2005 Delta & Northwest CDS Index Protocol* (setembro de 2005), *Revised 2005 Delphi CDS Index Protocol* (outubro de 2005), *2006 Calpine CDS Protocol* (janeiro de 2006), *2006 Dana CDS Index Protocol* (março de 2006), *2006 Dura CDS Protocol* (novembro de 2006), *Movie Gallery LCDS Auction* (outubro de 2007), *2008 Quebecor CDS Protocol* (janeiro de 2008).

Nos quatro meses seguintes a setembro de 2008, ou seja, posteriormente à falência do Lehman Brothers, houve significativo aumento no número de protocolos/leilões emitidos/realizados pela ISDA, tendo sido emitidos treze protocolos: *2008 Tembec CDS Protocol* (setembro de 2008), *2008 Fannie Mae and Freddie Mac CDS Protocol* (outubro de 2008), *2008 Lehman CDS Protocol* (outubro de 2008), *Washington Mutual CDS Protocol* (outubro de 2008), *2008 Icelandic Banks CDS Protocol* (novembro de 2008), *Masonite International Corporation LCDS Auction* (dezembro de 2008), *2008 Tribune Company CDS Protocol* (dezembro de 2008), *Hawaiian Telecom Communications, Inc. LCDS Auction* (dezembro de 2008), *Tribune Company LCDS Auction* (janeiro de 2009), *2009 Ecuador CDS Protocol* (janeiro de 2009), *2009 Lyondell*

Em abril de 2009 entrou em vigor o *Big Bang Protocol* com as alterações contratuais propostas pela ISDA para promover a padronização do mercado de derivativos de crédito. As alterações consistem em⁴⁶³ (i) criação de 5 Comitês de Determinação regionais – Américas; EMEA – Europa, Oriente Médio e África; Japão; Ásia (exceto Japão), bem como Austrália e Nova Zelândia –, com o objetivo de determinar com precisão e de modo vinculante a ocorrência de eventos de crédito, evitando situações em que as partes discordem acerca da ocorrência ou não de tais eventos⁴⁶⁴; (ii) introdução de contrapartes centrais no mercado de derivativos de crédito; (iii) melhor desenvolvimento do mecanismo de leilão supra mencionado e (iv) a liquidação financeira passa a ser padrão e fica vedada a liquidação física fora de tal mecanismo, o qual não abrange situações de reestruturação, mas apenas inadimplementos e falência⁴⁶⁵. A liquidação física também poderá acontecer caso o Comitê de Determinação entenda que não há número suficiente de partes para negociar o ativo em questão, o que poderia gerar distorção em seu preço⁴⁶⁶. Mais de 2000 participantes de mercado aderiram a este protocolo e concordaram em alterar os contratos então vigentes, bem como considerar tais protocolos nos contratos a serem realizados posteriormente à sua edição⁴⁶⁷.

Enquanto o *Big Bang Protocol*, apesar de sua abrangência global, foi editado para ser aplicável a contratos celebrados por entidades norte-americanas, o *Small Bang Protocol*, de julho de 2009, foi editado para promover as mesmas alterações do *Big Bang Protocol*, mas em operações de CDS envolvendo empresas europeias ou títulos soberanos do leste europeu. Além disso o *Small Bang Protocol* tratou da reestruturação como sendo

CDS Protocol (janeiro de 2009), 2009 Sanitec CDS Protocol and LCDS Auction (janeiro de 2009), 2009 British Vita CDS Protocol (janeiro de 2009).

O primeiro protocolo relativo a risco soberano foi o 2009 Ecuador CDS Protocol.

⁴⁶³ Cf. COLOZZA, Tommaso, *Standardization of Credit Default Swaps Market*, Working Paper, pp. 5-15, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2366447> (acesso em 30/12/2014).

⁴⁶⁴ Eis uma diferença relevante entre derivativos de créditos e garantias bancárias. Enquanto as principais garantias bancárias (fiança, *letter of guarantee*, etc.) são *on demand*, ou seja, uma vez inadimplida a obrigação principal, o favorecido informa ao garantidor, o qual realiza o pagamento do valor garantido sem realizar qualquer questionamento ou solicitar provas acerca da obrigação inadimplida, o que torna tal mercado extremamente seguro para a parte garantida. Há, ainda, questões reputacionais envolvidas, na medida em que a não honra de uma tal garantia por uma instituição financeira significaria a proximidade de seu estado de insolvência.

⁴⁶⁵ COMMISSION OF EUROPEAN COMMUNITIES, *Ensuring (...)*, p. 22.

⁴⁶⁶ COLOZZA, Tommaso, *Op. cit.*, p. 9.

⁴⁶⁷ CHANDER, Anupam; COSTA, Randall, *Op. cit.*, p. 41.

um evento de crédito⁴⁶⁸. Outros protocolos relacionados ao CDS foram emitidos pela ISDA para atender a casos específicos⁴⁶⁹.

7.3 – Principais normas internacionais: minimização dos efeitos deletérios dos derivativos de crédito pós crise de 2008

Discorreremos sobre as principais normas editadas nos Estados Unidos e na União Europeia pós crise de 2008 e que alteram a infraestrutura do mercado financeiro, em especial do mercado de derivativos de balcão, tendo, inclusive, efeitos extraterritoriais.

Após a criação dos derivativos de crédito podemos dividir sua evolução normativa nos Estados Unidos da seguinte forma: (i) entre 1990 a 2000 os derivativos de crédito não eram regulados, mas havia discussões acerca de qual autoridade deveria deter a competência para tanto; (ii) de 2000 a 2008 os derivativos de balcão, nos quais se incluem os derivativos de crédito deliberadamente ficaram isentos da regulação pela SEC e CFTC; (iii) entre 2008 e 2010, em decorrência da crise, se intensificaram as discussões e propostas normativas para regular os derivativos de balcão e melhorar a infraestrutura de tal mercado; (iv) a partir de 2010 foi criada nova infraestrutura para os derivativos de balcão, os quais passaram a ser regulados, de modo que as partes que realizam tais operações teriam que se adaptar às novas regras e (v) de 2013 em diante, além da continuidade do processo de adaptação, pelo fato da Comissão Europeia e dos Estados Unidos terem editado normas de modo independente, apesar do mercado de derivativos de balcão ser internacionalizado, ampliaram-se os esforços para reconhecimento mútuo de previsões normativas equivalentes, de modo a evitar a duplicação de exigências regulatórias incidentes sobre uma mesma operação, bem como a arbitragem regulatória.

No Brasil, conforme já exposto, o mercado de balcão sempre foi regulado, havendo atualmente esforço por parte daqueles que negociam derivativos de balcão com contrapartes norte-americanas e europeias para entender os impactos extraterritoriais do *Dodd-Frank Act* e do EMIR, especialmente eventuais exigências adicionais, bem como em

⁴⁶⁸ COLOZZA, Tommaso, *Op. cit.*, pp. 5; 10. Cf. também ISDA, *Small Bang Protocol*, disponível em <http://www.isda.org/smallbang/> (acesso em 30/12/2014).

⁴⁶⁹ Cf. ISDA, *CDS Auction Protocols*, disponível em <http://www.isda.org/protocol/cdsprotocols.html> (acesso em 30/12/2014).

que medida as partes brasileiras terão que se adaptar ao negociar com contrapartes sujeitas a tais normas.

7.3.1 – *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010

O Congresso norte-americano ao promulgar em 21 de julho de 2010 a Lei Federal n.º 111-203, mais conhecida como *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act)* considerou que os derivativos negociados no mercado de balcão tiveram papel fundamental para a ocorrência da crise de 2008 e objetivou evitar que o sistema financeiro passe por crise semelhante.

O *Dodd-Frank Act* foi a principal reforma do sistema financeiro norte-americano desde a década de 1930. É composto por quase mil páginas e trata dos principais assuntos que estiveram em voga com a crise, tais como: controle do risco sistêmico, remuneração de executivos financeiros, agências classificadoras de risco, proteção dos consumidores de produtos financeiros, operações proprietárias de bancos de investimentos e o mercado de derivativos de balcão. Aproveitou-se a oportunidade para colocar em prática uma série de melhorias que vinham sendo demandadas para o mercado financeiro, em especial o mercado de derivativos de balcão⁴⁷⁰.

Foi considerada uma norma excessivamente extensa e complexa, o que gera incertezas e custos de conformidade. Tendo em vista a rapidez em que foi editada *vis a vis* sua complexidade, pode também ser considerada como o produto da captura dos legisladores norte-americanos, sendo criticada por aumentar o número e o poder de agências reguladoras.

O *Dodd-Frank Act* altera aspectos regulatórios e operacionais não apenas no mercado financeiro norte-americano, mas no mercado financeiro internacional, na medida em que seus efeitos extraterritoriais criam obrigações para aqueles que negociam com contrapartes norte-americanas, bem como introduzem um padrão regulatório que passa a ser replicado em outros países.

⁴⁷⁰ COELHO, Alexandre Ramos, *Dodd Frank Act and the Brazilian Capital Market – Extraterritorial Effects of Regulation to the Over-the-Counter Derivatives Market*, Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – DIREITO GV, Research Paper Series – Legal Studies, Paper n.º 96, 2014, pp. 3-4, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2456360> (acesso em 30/12/2014).

Dentre as alterações promovidas por tal norma, destacamos⁴⁷¹:

(i) ampliação da autoridade do *Federal Reserve* no monitoramento e manutenção da estabilidade financeira. São criadas restrições para empréstimos emergenciais por parte do *Federal Reserve* para reduzir o problema do *moral hazard*;

(ii) criação de método mais seguro para a liquidação de instituições financeiras, de modo que os contribuintes norte-americanos não sejam prejudicados ou tenham que suportar qualquer custo em tais situações. São criadas novas exigências de aporte de capital e restrições à alavancagem de instituições financeiras. Haverá desincentivos para que as empresas norte americanas se tornem grandes demais (*too big to fail*) por meio da imposição de regras relacionadas a capital, alavancagem, liquidez e gestão de riscos, as quais vão ficando mais rígidas quanto maior e mais complexa se tornar a empresa;

(iii) criação de sistema de alerta para a identificação de risco sistêmico causado por empresas, atividades ou mesmo produtos financeiros antes que sejam uma ameaça para a segurança e estabilidade da economia. Foi criado o Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira (*Financial Stability Oversight Council*) composto por dez reguladores federais norte-americanos, um membro independente e cinco membros não votantes, tendo a responsabilidade de identificar e resolver riscos que surgirem no sistema financeiro. Há a possibilidade de empresas não financeiras serem reguladas ou divididas em empresas menores pelo Federal Reserve caso suas atividades ou a falência de tal empresa possa ensejar riscos para o sistema financeiro;

(iv) a *Volcker Rule*, que traz restrições para as instituições financeiras (inclusive afiliadas e controladora) realizarem operações proprietárias – ou seja, utilizando recursos próprios –, investirem ou patrocinarem fundos multimercado (*hedge funds*) e fundos de *private equity*;

(v) as instituições financeiras grandes e complexas deverão submeter periodicamente modelos de plano para sua liquidação (*funeral plans*). Assim os reguladores poderão entender as complexidades da instituição e agir rapidamente caso venha a ser necessária sua liquidação. A não entrega de tal modelo de plano implicará no aumento das exigências de capital e restrições ao crescimento da instituição, podendo até mesmo culminar com a obrigatoriedade de desinvestimento;

⁴⁷¹ Cf. *Brief Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, disponível em http://www.banking.senate.gov/public/files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf (acesso em 30/12/2014).

(vi) alteração na infraestrutura do mercado de derivativos de balcão, que passa a contar com CCPs⁴⁷², *trade repositories* e sistemas eletrônicos de negociação;

(vii) regulação dos derivativos de balcão, dos valores mobiliários referenciados a ativos (*asset-backed securities*), *hedge funds*⁴⁷³, negociadores de hipotecas, etc, eliminando antigas lacunas regulatórias;

(viii) nas securitizações com a emissão de valores mobiliários lastreados em créditos garantidos por hipoteca (*mortgage-backed securities*) a entidade emissora do valor mobiliário deverá divulgar mais informações sobre a carteira, bem como necessariamente reter ao menos 5% do risco de crédito da emissão. Trata-se de percentual que pode ser considerado pequeno para ter o efeito de incentivar os emissores a serem mais cautelosos na escolha da carteira que será objeto de securitização. No entanto, a depender do valor da emissão *vis a vis* o porte do emissor tal medida poderá ter o efeito esperado;

(ix) reforma no sistema de financiamentos garantidos por hipoteca, devendo os credores assegurarem que os devedores podem repagar os financiamentos que foram tomados, tornando-se proibidos os incentivos financeiros que acarretam em financiamentos mais custosos e também a cobrança de prêmio caso o devedor queira pagar antecipadamente o financiamento. São estabelecidas multas para a concessão de empréstimos de forma irresponsável;

(x) criação de regras para aumentar a transparência e responsabilização de agências classificadoras de risco, objetivando a proteção a investidores. Há a criação de um departamento dentro da SEC para supervisionar as agências classificadoras de risco, sendo que as consideradas como organizações estatísticas de classificação de crédito nacionalmente reconhecidas (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations – NRSRO*) serão supervisionadas mais de perto pela SEC e terão obrigação de divulgação de metodologias, históricos das classificações de risco, contratação de terceiros para realização de diligências, etc. Na prática são basicamente três as principais agências classificadoras de risco internacionalmente reconhecidas: Moody's, Fitch e Standard & Poors e que certamente serão classificadas como NRSRO. As agências também deverão considerar informações que vem de fontes diversas da empresa que está sendo classificada.

⁴⁷² Cf. CULP, Christopher L., *OTC-Cleared Derivatives: Benefits, Costs, and Implications of the “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”*, Journal of Applied Finance, n.º2, 2010, pp. 1-27, disponível em <http://www.rmcsinc.com/articles/OTCCleared.pdf> (acesso em 30/12/2014).

⁴⁷³ Cf. WYNKOOP, Noah L., *The Unregulables? The Perilous Confluence of Hedge Funds and Credit Derivatives*, Fordham Law Review, vol. 76, 2008, disponível em <http://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4373&context=flr> (acesso em 30/12/2014).

São criadas regras para evitar conflito de interesses entre a NRSRO e a empresa que está sendo classificada, bem como a NRSRO poderá ser responsabilizada por investidores caso atue com dolo ou imperícia na classificação ou caso não utilize informações de fontes independentes. São eliminados alguns casos em que a utilização de agências NRSRO eram obrigatórias, incentivando os investidores a realizarem sua própria investigação acerca do risco que pretendem suportar;

(xi) inclusão da possibilidade dos acionistas votarem de forma não vinculante acerca da remuneração dos administradores e da concessão a estes de opções de compra de ações e outros benefícios, especialmente após operações de fusões e aquisições (*golden parachute*). Assim, são reduzidos os incentivos para os administradores tomarem excessivo risco ou tomarem decisões que no curto prazo acarretariam no aumento de sua remuneração, especialmente a parte variável que está atrelada ao desempenho anual da empresa. No entanto, o fato do voto dos acionistas não ser vinculante acaba reduzindo sua efetividade, servindo apenas como mecanismo de pressão;

(xii) enrijecimento das regras da SEC contra fraudes financeiras, conflito de interesses e manipulação do mercado. A SEC incentiva as pessoas a denunciarem ilícitos (*whistleblowers*), as quais podem ser recompensados com até 30% do valor que for reavido em decorrência da informação prestada;

(xiii) imposição de limites para que instituições financeiras possam realizar operações de derivativos com seus clientes. O *Federal Reserve* passará a supervisionar de modo mais intenso controladoras e subsidiárias de instituições financeiras, especialmente as subsidiárias que não são instituição financeira, mas que realizam as mesmas operações de instituições financeiras, que no caso dos Estados Unidos seria o financiamento imobiliário garantido por hipoteca; e

(xiv) criação de supervisor independente para a proteção dos consumidores, o qual consolida a autoridade de outros órgãos reguladores sobre tal assunto. Visa assegurar que os consumidores terão as informações necessárias para contratarem operações garantidas por hipotecas, cartões de crédito e outros produtos financeiros, sendo protegidos das práticas e termos abusivos. Objetiva também fiscalizar o cumprimento de normas federais que asseguram o acesso não discriminatório ao crédito.

Foge ao escopo do presente trabalho o detalhamento de todos os aspectos do *Dodd-Frank Act* acima elencados, mas apenas os mais relevantes para a infraestrutura do

mercado de derivativos de balcão, em especial o Título VII denominado de *Wall Street Transparency and Accountability Act* de 2010.

O Título VII busca restaurar as limitações legais para a negociação de derivativos que foram eliminadas com o CFMA. No entanto, tal título está sujeito a uma série de exceções e ao poder da CFTC para limitar a necessidade de liquidação de operações por meio de CCPs, o que pode ser resultado da captura do legislador ou pela necessidade de avaliação de situações concretas que mereçam um tratamento diferenciado, podendo acarretar em impactos negativos na efetividade de tal norma⁴⁷⁴.

O Título VII está dividido em dois subtítulos. O Subtítulo A trata da regulação dos *swaps* negociados no mercado de balcão e o Subtítulo B abrange a regulação do mercado de *swaps* referenciados a valores mobiliários (*security-based swaps*). O Subtítulo A é, por sua vez, subdividido em duas partes, uma que trata de uma revisão da autoridade regulatória norte-americana e outra que aborda a regulação propriamente dita do mercado de *swaps*. Referido Título VII engloba assuntos tais como: depósito de margem, operações abusivas, proibição de o governo federal resgatar entidades que negociam *swaps*, processo de aprovação de novos produtos por parte da SEC e CFTC, CCPs e CCPs multilaterais, tratamento dos *swaps* em caso de falência, competência para legislar acerca de conflito de interesses, reporte público de dados de operações de *swap*, repositórios de dados de operações de *swap*, reporte e arquivamento de informações, registro e regulação de *swap-based dealers*, *security-based dealers*, *major swap-based participants* e *security-based participants*, sistemas para negociação de *swaps* (*swap execution facilities*), limites de posição, *insider trading*, incentivos e proteção aos delatores de atos ilícitos, estudos acerca da supervisão do mercado de carbono, aditamentos ao *Securities Exchange Act* de 1934, harmonização internacional, etc.

Dentre as principais alterações trazidas pelo Título VII do *Dodd-Frank Act*, ressaltamos:

(i) ampliação da competência da SEC e da CFTC, as quais passam a regular os derivativos de balcão;

(ii) obrigatoriedade de operações de *swap* serem liquidadas por CCPs reguladas. A CFTC poderá isentar de registro nos Estados Unidos as CCPs estrangeiras, mas cuja atividade seja comparável às CCPs norte-americanas. Os reguladores passam a ter a

⁴⁷⁴ STOUT, Lynn A., *Derivatives (...)*, pp. 1; 33.

competência para impor exigências de capital e depósito de margem para assegurar que as partes que negociam derivativos de balcão conseguirão cumprir suas obrigações;

(iii) obrigatoriedade de depósito de margem inicial e de margens ao longo da vigência das operações não padronizadas e que, portanto, não são liquidadas por CCPs e não estão sujeitas às suas exigências de margens e garantias por parte destas⁴⁷⁵;

(iv) operações liquidadas por CCPs deverão ser negociadas em bolsa ou por sistemas eletrônicos de negociação, de modo a aumentar a transparência na formação de preços⁴⁷⁶; e

(v) objetivando promover a transparência no mercado de derivativos de balcão⁴⁷⁷ e facilitar sua supervisão as operações de *swap*, as quais incluem o CDS e TRS, devem ser reportadas e registradas nos *Swap Data Repositories* ou, em determinados casos, diretamente à SEC e à CFTC de acordo com a competência para regular o tipo de *swap* em questão⁴⁷⁸. Nas operações liquidadas por CCPs estas ficam responsáveis por armazenar as informações das operações que liquidarem. As informações armazenadas pelos *Swap Data Repositories* e pelas CCPs deverão ficar à disposição da SEC e CFTC, conforme o caso⁴⁷⁹.

Nota-se que a distinção entre mercado de balcão e mercado de bolsa ficou ainda mais tênue. Ainda está cedo para avaliar o nível de encarecimento e o acréscimo ou decréscimo de tais operações em virtude da nova infraestrutura regulatória.

7.3.1.1 – Efeitos extraterritoriais do *Dodd-Frank Act*

ALEXANDRE RAMOS COELHO observa que em decorrência do *Dodd-Frank Act* nas operações com derivativos em que uma parte é brasileira e a outra norte-americana (ou filial, subsidiária ou controlada de entidade norte-americana nos termos das regras da

⁴⁷⁵ Cf. RADAR ANBIMA, *Reguladores americanos reveem requerimentos de margem*, Regulação Internacional, 11ª edição, 2014, disponível em <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/regulacao/radar/Pages/Reguladores-americanos-reveem-requerimentos-de-margem.aspx> (acesso em 30/12/2014).

⁴⁷⁶ Vide Seção 723 do Dodd-Frank Act e Seção 5h(e) do Commodity Exchange Act.

⁴⁷⁷ Nesse sentido a IOSCO instituiu, em abril de 2014, grupo de trabalho para o desenvolvimento de padrões globais a serem observados em operações realizadas no mercado de balcão. Houve a consulta acerca de nove princípios a serem observados pelos reguladores, o que engloba o registro, requerimento de margens, bem como a regulação das seguintes áreas: (i) documentação; (ii) confirmação das operações; (iii) reconciliação; (iv) compressão de carteira; (v) precificação e (vi) solução de disputas. Cf. IOSCO, *Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives: Consultation Report*, setembro de 2014, disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD450.pdf> (acesso em 30/12/2014).

⁴⁷⁸ Vide Seções 723(a)(3) e 763(a) do Dodd-Frank Act.

⁴⁷⁹ COELHO, Alexandre Ramos, *Op. cit.*, p. 15.

SEC e CFTC), haverá duplicação de normas incidindo sobre uma mesma operação e então surgem questões acerca da regra aplicável, se seria o caso de aplicar ambas as regras e, neste segundo caso, como tratar os eventuais conflitos entre as normas⁴⁸⁰.

O fato de bancos americanos e suas filiais e subsidiárias brasileiras realizarem operações de derivativos de balcão com contrapartes brasileiras poderia sujeitar a operação às normas do *Dodd-Frank Act* caso uma parte se qualifique como contraparte norte-americana⁴⁸¹ (*US Person*) ou como *Swap Dealer* (SD) ou *Major Swap Participant* (MSP)⁴⁸², conforme definidos no *Dodd-Frank Act*⁴⁸³.

Por conta das incertezas acerca de como seria a aplicação extraterritorial do *Dodd-Frank Act* no Brasil, especialmente após as orientações da SEC-CFTC de 12 de julho de

⁴⁸⁰ Ibidem, pp. 13-14.

⁴⁸¹ O conceito de contraparte norte-americana (*US Person*) é fundamental para se entender o motivo pelo qual o *Dodd-Frank Act* irradia efeitos extraterritorialmente, criando obrigações adicionais e a necessidade de harmonização com normas de outros países. Se uma das partes da operação de derivativo de balcão é considerada *US Person*, necessariamente tal operação estará sujeita ao *Dodd-Frank Act*, especialmente no que tange às restrições para as operações, obrigações de registro e liquidação por contrapartes centrais. Vide quadro abaixo com um resumo de quem é considerado *US Person* segundo a Regra 41213 da SEC-CFTC, que ainda não é definitiva.

Definição de contraparte americana (<i>US person</i>)		
Categoria	Descrição	Regulação
Indivíduo	Pessoa física residente nos EUA	SEC-CFTC: 77 FR 41213 (Proposed Rule) ^{d/}
	Conta individual cujo proprietário é uma contraparte americana	
Entidades	Entidade legal organizada ou incorporada sob as leis dos EUA	
	Entidade legal cujo principal lugar de negócios seja os EUA	
	Planos de pensão de entidade legal cujo principal local de negócios seja os EUA	
	Entidade legal cujos proprietários (ao menos uma contraparte americana), diretos ou indiretos, são responsáveis por suas obrigações	
	Filial, agência ou escritório de uma contraparte americana estabelecidos fora dos limites dos EUA	
	<i>Conduit*</i> cuja propriedade majoritária é, direta ou indiretamente, uma contraparte americana ou é operada por um <i>commodity pool operator**</i>	

Fonte: RADAR ANBIMA, *Regulação Internacional*, Ano 1, n.º 3, 3º Trimestre de 2012, p. 8, disponível em http://www.anbima.com.br/newsletter/radar_201210-site.html (acesso em 30/12/2014).

⁴⁸² O quadro abaixo resume as definições de SD e MSP. Quem se enquadrar em tais definições deverá se registrar como SD ou MSP perante a SEC/CFTC.

Participantes		
Agentes	Limiares	Regulação
<i>Swap dealers</i>	Negociar regularmente derivativos ou atuar como formador deste mercado	SEC-CFTC: 77 FR 30596 ^{e/}
	Limiar de <i>minimis</i> : valor notional de US\$ 8 bilhões, em 12 meses acumulados, em negócios com contrapartes americanas (<i>dealing activity</i>)	
<i>Major swap participants</i>	Teste #1: exposição diária média sem cobertura por colateral soma mais de US\$ 1 bilhão, em geral, ou US\$ 3 bilhões, em derivativos de taxas de juros?	
	Teste #2: exposição diária média sem cobertura por colateral mais exposição futura potencial da instituição supera US\$ 2 bilhões, em geral, ou US\$ 6 bilhões, em derivativos de taxas de juros?	

Fonte: Radar ANBIMA, *Regulação Internacional*, Ano 1, n.º 3, 3º Trimestre de 2012, p. 7, disponível em http://www.anbima.com.br/newsletter/radar_201210-site.html (acesso em 30/12/2014), resumindo a Regra 30596 da SEC-CFTC, a qual ainda não é final.

⁴⁸³ COELHO, Alexandre Ramos, *Op. cit.*, pp. 15-16.

2012⁴⁸⁴, que foi alvo de muitas críticas, inclusive por reguladores e autorreguladores, muitos participantes do mercado e até mesmo a CVM enviaram manifestações à SEC-CFTC para dirimir dúvidas e questionar o cronograma para a adequação ao previsto no *Dodd-Frank Act* para os SD e MSP. Tais indagações contemplam também como se dará o processo de observância substituta (*substituted compliance*) por meio do qual a regulação de outras jurisdições será suficiente para atender aos objetivos do *Dodd-Frank Act*^{485 486}.

A duplicação de normas aplicáveis e o conflito quando tanto a norma norte-americana quanto a brasileira tratam do mesmo assunto, mas de modos diferentes, acarretam em (i) ineficiências; (ii) custos de conformidade; (iii) insegurança jurídica; (iv) arbitragem regulatória, na medida em que as partes estruturam a operação para se sujeitar à norma menos rígida; (v) migração de instituições financeiras para jurisdições com regulação mais flexível; (vi) fragmentação do mercado e de sua liquidez; (vii) desincentivo e redução do volume de operações com derivativos de balcão realizadas por partes brasileiras com contrapartes norte-americanas, etc⁴⁸⁷.

O CFMA foi editado em virtude do receio da perda de competitividade das instituições norte-americanas e da transferência das operações do mercado norte-americano para mercados menos regulados. Tendo em vista a rigidez do *Dodd-Frank Act* e a ausência de coordenação internacional, é provável que estes receios se concretizem.

Há uma necessidade de harmonização de normas para que as operações não migrem para outros países, tornando inócuas as alterações propostas pelo *Dodd-Frank Act*⁴⁸⁸. Dado que a infraestrutura brasileira do mercado de derivativos de balcão já é relativamente parecida com aquela proposta pelo *Dodd-Frank Act*, seria necessário o reconhecimento desta equivalência, evitando-se conflito e duplicidade de exigências regulatórias⁴⁸⁹.

⁴⁸⁴ Cf. *Cross-Border Application of Certain Swaps Provisions of the Commodity Exchange Act*, SEC-CFTC, disponível em <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Irfederalregister/documents/file/2012-16496a.pdf> (acesso em 30/12/2014). Trata-se de proposta de aplicação extraterritorial do *Dodd-Frank Act* e que traz esclarecimentos sobre as exigências para as operações e para as entidades que as realizam.

⁴⁸⁵ RADAR ANBIMA, *Regulação Internacional*, Ano 1, n.º 3, 3º Trimestre de 2012, pp. 4-9, disponível em http://www.anbima.com.br/newsletter/radar_201210-site.html (acesso em 30/12/2014).

⁴⁸⁶ Cf. Orientações finais da SEC para aplicação extraterritorial do *Dodd-Frank Act* aos *security-based swaps*, incluindo o procedimento para que outras jurisdições solicitem a observância substituta. *Application of "Security-Based Swap Dealer" and "Major Security-Based Swap Participant" Definitions to Cross-Border Security-Based Swap Activities*, SEC, Release n.º 34-72472, 25/06/2014, disponível em <http://www.sec.gov/rules/final/2014/34-72472.pdf> (acesso em 30/12/2014).

⁴⁸⁷ COELHO, Alexandre Ramos, *Op. cit.*, pp. 19-23.

⁴⁸⁸ *Ibidem*, pp. 20-21.

⁴⁸⁹ *Ibidem*, p. 24.

Devemos notar ainda a questão do sigilo bancário previsto na Lei Complementar n.º 105, o que impede que informações sobre as operações realizadas no país sejam divulgadas à CFTC conforme exige o *Dodd-Frank Act*⁴⁹⁰.

7.3.2 – *European Market Infrastructure Regulation* de 2012

O *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR), ou seja, o Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia de 4 de julho de 2012, relativo aos derivativos negociados no mercado de balcão, às CCPs e aos repositórios de operações, entrou em vigor em 16 de agosto de 2012 e tem caráter obrigatório para todos os Estados-Membros da União Europeia, não precisando ser internalizado em cada ordem jurídica. Observaremos adiante que há uma certa convergência entre EMIR e *Dodd-Frank Act* com relação à infraestrutura regulatória dos derivativos de balcão.

Apesar de o EMIR ser datado de 2012 a infraestrutura regulatória do mercado financeiro da União Europeia vem sendo alterada desde 2010 com a criação de um Sistema Europeu de Supervisores Financeiros, composto por três Autoridades Europeias de Supervisão, uma para o setor bancário, uma para o setor dos seguros e previdência complementar e outra para o setor dos valores mobiliários e dos mercados, além da criação de um Conselho Europeu do Risco Sistêmico.

O EMIR em linhas gerais trata dos derivativos de balcão, das CCPs e dos *trade repositories*, prevendo as seguintes obrigações⁴⁹¹:

- (i) liquidar determinadas operações de derivativos em CCPs⁴⁹², sendo que as operações com contrapartes financeiras deverão ser necessariamente liquidadas por CCPs. As operações realizadas com contrapartes não financeiras apenas deverão ser liquidadas por CCPs se atingirem determinado nível de materialidade, que seria um valor mínimo pré-

⁴⁹⁰ Ibidem, p. 23.

⁴⁹¹ Nota de esclarecimento do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros acerca do Regulamento (UE) n.º 648/2012, pp. 1-10, disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Coopera%C3%A7%C3%A3o%20Nacional/Conselho%20Nacional%20de%20Supervisores%20Financeiros/Documents/CNSF_NotaEsclarecimentoEMIR.pdf (acesso em 30/12/2014).

⁴⁹² Cf. artigos 4º e 10º do EMIR.

estabelecido e uma vez atingido tal valor deverão ser adotadas as técnicas de mitigação de riscos previstas adiante;

- (ii) reportar à *trade repositories* as informações acerca de todas as operações com derivativos de balcão, ainda que não sejam liquidadas por CCPs, até o dia útil seguinte à celebração da operação⁴⁹³. Referida obrigação é mais rígida do que aquela prevista no *Dodd-Frank Act*, tendo em vista que o reporte deve ser feito de forma mais detalhada e por ambas as partes na operação; e
- (iii) aplicar técnicas de mitigação de riscos operacionais e de contraparte nas operações de derivativos de balcão que não forem liquidadas por CCPs⁴⁹⁴. As técnicas de mitigação de riscos englobam a formalização das confirmações de modo tempestivo e, sempre que possível por meios eletrônicos, a utilização de garantias, a reconciliação e compressão de carteiras, bem como mecanismos para a resolução de disputas entre contrapartes⁴⁹⁵.

A ISDA editou alguns Protocolos com o objetivo de auxiliar as contrapartes no aditamento dos Contratos Master ISDA em vigor para atender às exigências do EMIR (especialmente no que tange à solução de conflitos, reporte de informações e reconciliação de carteiras), sendo que referido aditamento depende da aderência de ambas as partes contratantes aos seguintes protocolos⁴⁹⁶:

- (i) *2013 NFC Representation Protocol* por meio do qual ao aderir-lo as partes fazem declarações acerca de seu status no cumprimento das exigências do EMIR;
- (ii) *ISDA 2013 EMIR Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution and Disclosure*, que adita as operações em vigor daqueles que o aderem para refletir as provisões do EMIR acerca de reconciliação de carteiras, resolução de disputas e determinadas renúncias necessárias para que as partes cumpram as obrigações de registro e reporte de operações estabelecidas no EMIR sem que haja o descumprimento do dever de confidencialidade; e

⁴⁹³ Cf. artigo 9º do EMIR.

⁴⁹⁴ Cf. artigo 11º do EMIR.

⁴⁹⁵ CLEARY GOTTlieb, *Derivative Regulation under EMIR*, 19 de setembro de 2013, disponível em <http://www.cgsh.com/derivative-regulation-under-emir/> (acesso em 30/12/2014).

⁴⁹⁶ Idem.

- (iii) *ISDA DF Protocol Extension: EMIR Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution and Disclosure*, de modo que ao invés de aderirem ao *NFC Representation Protocol* as partes poderiam acordar em utilizar as previsões do *Dodd-Frank Protocol* de março de 2013 para atender às previsões de reconciliação de carteiras e resolução de disputas, já que ambas as normas contêm dispositivos semelhantes quanto a tais assuntos.

Não há a obrigatoriedade de adesão a tais protocolos para atender ao previsto no EMIR, podendo as partes acordar bilateralmente acerca das alterações necessárias para tal fim, mas certamente tal adesão se tornará prática de mercado, até mesmo considerando a ampla utilização do Contrato Master da ISDA⁴⁹⁷.

Algumas das obrigações previstas no EMIR ficaram dependentes de posterior regulamentação por meio de Regulamentos de Execução e Regulamentos Delegados, que estabelecem normas de execução técnica e regulamentam algumas previsões do EMIR⁴⁹⁸. Além disso, a plena aplicação do EMIR depende dos Estados-Membros definirem quais serão as autoridades que serão competentes para (i) supervisionar o cumprimento do EMIR por parte das contrapartes não financeiras; (ii) autorizar e supervisionar as CCPs e (iii) autenticar as decisões da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e Mercados (ESMA) no que tange à aplicação de sanções a *trade repositories*. Fica também pendente de definição dos Estados-Membros acerca das sanções aplicáveis em caso de descumprimento do EMIR⁴⁹⁹.

O artigo 13 do EMIR trata de mecanismos para evitar a duplicação ou o conflito de normas.

7.3.3 – Tentativas de harmonização das normas em vigor

Considerando que o mercado de derivativos de balcão é internacionalizado, sua regulação em caráter regional e não coordenado poderá fragmentá-lo, criando mercados locais com diferentes características e níveis de rigidez regulatória. Dentre as vantagens de

⁴⁹⁷ Idem..

⁴⁹⁸ Para a relação de Regulamentos de Execução e Regulamentos Delegados promulgados, Cf. http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm (acesso em 30/12/2014).

⁴⁹⁹ Nota de esclarecimento do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros acerca do Regulamento (UE) n.º 648/2012, p. 7, disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Coopera%C3%A7%C3%A3o%20Nacional/Conselho%20Nacional%20de%20Supervisores%20Financeiros/Documents/CNSF_NotaEsclarecimentoEMIR.pdf (acesso em 30/12/2014).

um mercado de derivativos global podemos citar a maior liquidez, dispersão de riscos e número de potenciais contrapartes, bem como uma melhor formação de preços.

A CFTC, a Comissão Europeia, e a *European Securities and Markets Authority* (ESMA) realizam trabalho conjunto para cooperação, coordenação, sinergia e regulação internacional do mercado de derivativos de balcão, de modo a evitar sobreposições e conflitos normativos⁵⁰⁰. Nesse sentido, buscam o reconhecimento mútuo de regimes jurídicos considerados como comparáveis ou equivalentes⁵⁰¹.

Tanto a CFTC quanto a União Europeia possuem regras semelhantes⁵⁰² com relação à mitigação de riscos, principalmente no que concerne a confirmações, reconciliação e compressão de carteiras, *valuation* e resolução de disputas⁵⁰³.

No que tange à liquidação obrigatória por CCPs de determinadas operações realizadas no mercado de balcão a CFTC interpreta o *Dodd-Frank Act* como permitindo a observância substituta caso a liquidação de operação realizada fora dos Estados Unidos por filial de banco norte-americano seja feita por CCPs que embora não estejam nos Estados Unidos, não sejam registradas ou isentas de registro nos Estados Unidos, mas que sejam reguladas em seu país de origem conforme padrões internacionais. O mesmo ocorre com o EMIR caso a Comissão Europeia entenda que a CCP é regulada de modo equivalente no país em questão⁵⁰⁴ e haja estrutura de reconhecimento mútuo para as CCPs⁵⁰⁵. Observe-se, contudo, que tanto as normas do *Dodd-Frank Act* quanto do EMIR sobre as CCPs são baseadas em padrões mínimos internacionais, sendo que a única diferença material refere-se ao depósito de margem inicial⁵⁰⁶.

⁵⁰⁰ Cf. GREENE, Edward F.; POTILHA, Ilona, *Issues in the extraterritorial application of Dodd-Frank's derivatives and clearing rules, the impact on global markets and the inevitability of cross-border and US domestic coordination*, Capital Markets Law Journal, 2013, disponível em <http://cmlj.oxfordjournals.org/content/early/2013/09/24/cmlj.kmt017.full.pdf+html> (acesso em 30/12/2014).

⁵⁰¹ DILWORTH, Robert J., *Bumps on the EU/US Path Forward*, [inserir nome de site], 11 de dezembro de 2013, p. 1, disponível em <http://www.iflr.com/Article/3288748/IFLR-magazine/Bumps-on-the-EUUS-Path-Forward.html> (acesso em 30/12/2014).

⁵⁰² Para uma análise comparativa das reformas regulatórias nos Estados Unidos e União Europeia relativas aos derivativos de balcão, Cf. ISDA, *Overview of U.S. and EU OTC Derivatives Regulatory Reforms*, 2014, disponível em <http://www2.isda.org/dodd-frank/> (acesso em 30/12/2014).

⁵⁰³ COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION, *The European Commission and the CFTC reach a Common Path Forward on Derivatives*, Release: PR6640-13, 11 de julho de 2013, disponível em <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6640-13> (acesso em 30/12/2014).

⁵⁰⁴ Em 27/06/2014 a Comissão Europeia reconheceu a equivalência de CCPs da Austrália, Cingapura, Hong Kong, Índia e Japão para fins da liquidação de derivativos. (RADAR ANBIMA, *Regulação Internacional*, Ano 3, n.º 10, 2º Trimestre de 2014, p. 6, disponível em http://www.anbima.com.br/newsletter/radar_201407-site.html (acesso em 30/12/2014)).

⁵⁰⁵ DILWORTH, Robert J., *Bumps on the EU/US Path Forward*, International Financial Law Review, 11 de dezembro de 2013, p. 2, disponível em <http://www.iflr.com/Article/3288748/IFLR-magazine/Bumps-on-the-EUUS-Path-Forward.html> (acesso em 30/12/2014).

⁵⁰⁶ COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION, *Op. cit.*, loc. cit.

Além disso, a CFTC, a Comissão Europeia e a ESMA entendem pela aplicação da regra mais rígida no que tange à obrigatoriedade de liquidação em CCPs em situações na quais tanto o *Dodd-Frank Act* quanto o EMIR tratam regulam o mesmo assunto⁵⁰⁷. Indaga-se se a aplicação da norma mais rígida não seria problemática, na medida em que a escolha do legislador estaria baseada em seu entendimento do que seria mais adequado para o país em questão considerando suas peculiaridades. Poderiam ser impostos custos adicionais não desejados pelos reguladores locais quando da promulgação da norma em questão.

Quanto ao reconhecimento mútuo dos mecanismos eletrônicos de negociação (*trading facilities*) de derivativos de balcão os desafios são semelhantes aos verificados com as CCPs. A CFTC emitiu norma prevendo a necessidade das plataformas de negociação de *swaps* (*swap trading platforms* ou *swap execution facilities*) que não forem norte-americanas e que realizam operações direta ou indiretamente com entidades norte-americanas (*US Persons*), estejam ou não localizadas nos Estados Unidos, se registrarem na CFTC ou solicitarem a esta o reconhecimento da regulação local. Com isso pode haver um cenário no qual a plataforma de negociação deverá se registrar também na CFTC caso uma de suas contrapartes seja considerada *US Person*, ainda que esteja fora dos Estados Unidos, o que pode em última instância impedir que uma *US Person* realize operação com derivativo de balcão fora dos Estados Unidos. Há ainda a dificuldade para plataformas de negociação que não são europeias prestarem tal serviço na União Europeia, sendo aspecto a ser decidido de acordo com as leis de cada Estado-Membro⁵⁰⁸. Cabe destacar que há, ainda, uma diferença temporal relevante, pois apenas a partir de 2016 será obrigatória a utilização de plataformas de negociação de derivativos de balcão na União Europeia⁵⁰⁹.

No que se refere às *trade repositories* e às obrigações de reporte o EMIR prevê um mecanismo de reconhecimento de *trade repositories* reguladas fora da União Europeia, bem como da equivalência das exigências de reporte. Apesar de o *Dodd-Frank Act* não conter disposição semelhante a CFTC o interpreta de modo a reconhecer obrigações de reporte de outros países, mas apenas as comparáveis às norte-americanas. O acesso por parte das autoridades europeias às informações reportadas às autoridades norte-americanas seria possível caso no EMIR haja a obrigatoriedade de reporte destas mesmas informações.

⁵⁰⁷ DILWORTH, Robert J., *Op. cit.*, p. 3.

⁵⁰⁸ Cf. RADAR ANBIMA, *Negociação eletrônica de derivativos gera embate entre autoridades europeias e americanas*, Regulação Internacional, 9ª edição, 2014, disponível em <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/regulacao/radar/Pages/Negociacao-eletronica-de-derivativos-gera-embate-entre-autoridades-europeias-e-americanas.aspx> (acesso em 30/12/2014).

⁵⁰⁹ DILWORTH, Robert J., *Op. cit.*, p. 4.

O EMIR, por sua vez, exige a celebração de um acordo internacional tanto para o mútuo acesso à informação quanto para que as informações contidas nas *trade repositories* europeias sejam acessadas pela CFTC. As diferentes exigências de reporte aumentarão os custos de conformidade e os de reconciliação de informações, bem como ensejarão problemas relacionados à privacidade e ao sigilo bancário das informações a serem reportadas⁵¹⁰.

Até o final de 2014 o grupo não alcançou os resultados almejados, o que não é algo tão preocupante considerando as dificuldades em se harmonizar a negociação, liquidação e reporte de operações com derivativos de balcão nos termos do *Dodd-Frank Act* e do EMIR, reduzindo a fragmentação de ambos os mercados e impondo um padrão regulatório que condicionará o desenvolvimento do mercado de derivativos nos próximos anos⁵¹¹. Talvez tenha faltado a interveniência e proatividade de órgãos supranacionais, como por exemplo a IOSCO e o BIS, para liderar esse processo antes que fossem editadas normas tão heterogêneas que acarretaram na necessidade de negociações bilaterais⁵¹².

Deve-se observar que a discussão acerca da harmonização normativa ainda está em andamento e é mais complexa do que possa aparentar, pois não abrange apenas os Estados Unidos e União Europeia, mas todas as jurisdições que com eles negociam derivativos de balcão.

7.4 – Contraponto das iniciativas regulatórias internacionais com o sistema jurídico brasileiro

A crise de 2008, que teve seu epicentro nos Estados Unidos, causou impactos negativos em todo o mundo, mas o Brasil não foi um dos países mais afetados⁵¹³. Falava-se até mesmo que poderia haver um descolamento do país com relação aos demais, o que não

⁵¹⁰ Ibidem, pp. 4-5.

⁵¹¹ RADAR ANBIMA, *Regulação Internacional*, Ano 3, n.º 10, *Op. cit.*, p. 6.

⁵¹² RADAR ANBIMA, *Regulação Internacional*, Ano 2, n.º 6, 2º Trimestre de 2013, p. 3, disponível em http://www.anbima.com.br/newsletter/radar_201307-site.html (acesso em 30/12/2014).

⁵¹³ Embora não haja dados oficiais, estima-se que as perdas de empresas brasileiras em operações com derivativos de balcão em meio à crise sejam superiores a 25 bilhões de dólares. Observamos, contudo, que não se trata de perdas necessariamente em operações de derivativos de crédito. (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments*, Junho de 2009, p. 55, disponível em http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0906.pdf (acesso em 30/12/2014)).

se mostrou verdadeiro nos anos subsequentes. Pelo contrário, o próprio mercado financeiro é um dos elementos que garantiram a interconexão e dispersão da crise.

Cogitou-se que a regulação do mercado financeiro nacional, por ser mais rígida, poderia servir de exemplo aos reguladores internacionais. Após analisar as soluções adotadas pelos reguladores norte-americanos e europeus, constatamos que muitas delas já eram adotadas com sucesso no país. No que se refere à regulação bancária, as exigências mais rígidas do que as normas de Basiléia são consequência do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional – PROER⁵¹⁴, que vigorou de 1995 a 2001, e teve por finalidade impedir o colapso do sistema financeiro ao resgatar instituições financeiras em crise.

Na prática a crise do sistema bancário brasileiro em 1995 foi importante para tornar tal sistema mais hígido (até mesmo engessado), mas menos frágil a futuras crises. No entanto, nosso mercado financeiro não é tão complexo quanto o norte-americano e não podemos afirmar se a crise de 2008 teria a mesma intensidade no país se nosso mercado financeiro tivesse o mesmo tamanho que o norte-americano.

Além disso, o Brasil não teve os mesmos problemas que Estados Unidos e Europa com o CDS e isso se deu pelo fato do mercado nacional de derivativos de crédito ser incipiente. No entanto, tendo como pano de fundo a crise de 2008, juntamente com a crise de determinadas empresas nacionais por conta de perdas em operações com derivativos cambiais⁵¹⁵ quando da desvalorização do Real em meio à crise, algumas normas foram promulgadas para aumentar a transparência e controle de operações com derivativos realizadas no mercado de balcão, o que, de forma reflexa, atinge também as operações com derivativos de crédito. Há, portanto, uma convergência de soluções regulatórias.

⁵¹⁴ Mais informações sobre o PROER estão disponíveis no site do Banco Central <http://www.bcb.gov.br/?PROER> (acesso em 30/12/2014).

⁵¹⁵ As perdas da Sadia e Aracruz durante a crise de 2008 em operações com derivativos totalizaram mais de R\$ 5 bilhões. Cf. FOLHA DE S. PAULO, Folha Online Dinheiro, Março, 2009, *Sadia registra prejuízo de R\$ 2,5 bi impactado por operações cambiais*, disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u541835.shtml>; e *Prejuízo da Aracruz chega a R\$ 2,9 bi no 4º trimestre*, disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2803200917.htm> (acesso de ambos em 30/12/2014).

7.4.1 – Regulação dos derivativos

OTAVIO YAZBEK aponta que o mercado de derivativos surge no país, de fato, em meados da década de 1980, sendo a criação da Bolsa Mercantil & de Futuros (atual BM&FBovespa após a fusão com a Bovespa em 2008) em 1986 um dos principais marcos do desenvolvimento de tal mercado. Tendo em vista que naquele momento o país sofria com altos índices de inflação e considerando a importância dos derivativos na formação de preços das *commodities* agrícolas – cujos preços impactavam diretamente no cálculo da inflação –, a regulamentação do mercado de derivativos se fez necessária⁵¹⁶.

As operações com derivativos de crédito, por sua vez, foram autorizadas em nosso país em 2002, já amparadas por um arcabouço regulatório, diferentemente do que ocorreu nos Estados Unidos e Europa. A regulamentação do mercado de derivativos de balcão pode ser um elemento para explicar o fato de no Brasil o volume de operações realizadas em bolsa ser muito maior do que o volume de operações realizadas no mercado de balcão, sendo que em outros lugares a situação é inversa.

O Decreto-lei n.º 2.286, de 23 de julho de 1986, foi a primeira norma a tratar do mercado de derivativos. Prevê a competência do Conselho Monetário Nacional para regulamentar o mercado a termo e de futuros. A Resolução CMN n.º 1.190, de 17 de setembro de 1986, dispõe acerca da competência da CVM para a regulação dos derivativos cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários e também da competência do BACEN. Estes reguladores deverão prevenir ou corrigir situações anormais de mercado, especialmente aquelas que possam configurar a criação de condições artificiais de demanda ou de oferta, manipulação de preços, fraude e utilização de práticas não equitativas.

Antes da reforma promovida pela Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001, quando os ativos subjacentes das operações com derivativos eram valores mobiliários a regulação seria realizada pela CVM e os demais derivativos estariam sujeitos à regulação do Banco Central⁵¹⁷. Ainda que os derivativos sejam utilizados para finalidades bastante distintas dos valores mobiliários, após a reforma da Lei n.º 6.385/76 em 2001, passaram a ter um

⁵¹⁶ YAZBEK, Otavio, *Crise (...)*, p. 142.

⁵¹⁷ Cf. FERREIRA, Kenneth Antunes, *Contrato Derivativo Não Padronizado: A impropriedade de sua classificação como Valor Mobiliário*, Tese de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2008, p. 112 et seq., disponível em http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/DetalheObraForm.do?select_action=&co_obra=112059 (acesso em 30/12/2014).

regulador próprio ou um segundo regulador, no caso dos derivativos que eram negociados no mercado financeiro.

Nesse sentido, em 2001 com a promulgação da Lei n.º 10.303 e do Decreto n.º 3.995, ambos de 31 de outubro, que promoveram a reforma nas Leis n.ºs 6.404/76 e 6.385/76, a CVM passou a ter competência sobre todos os mercados de derivativos, na medida em que passaram a ser caracterizados como valores mobiliários⁵¹⁸ pelo artigo 2º, incisos VII (contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários) e VIII (outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes) da Lei n.º 6.385/76. O inciso VIII além de tornar inócua o inciso VII por sua abrangência, amplia a competência da CVM, que poderá intervir em operações de derivativos quando entender conveniente, o que pode ser problemático em operações que já possuem um órgão regulador, como por exemplo o BACEN (derivativos em que o ativo subjacente é câmbio, juros ou ouro nos termos dos artigos 4º, IX e 11, III da Lei n.º 4.595/64), havendo superposição de competências⁵¹⁹.

Se por um lado fica impossibilitada a arbitragem regulatória, já que qualquer derivativo que vier a ser criado pelos particulares estará adstrito à disciplina e fiscalização da CVM, por outro, conforme adverte RACHEL SZTAJN, “*deixa aberto um flanco imenso para eventuais interpelações por não ter agido se e quando alguém se sentir prejudicado com o resultado de alguma operação livre e voluntariamente contratada*”⁵²⁰.

A Circular BACEN n.º 3.106, de 10 de abril de 2002, que dispõe sobre as operações e derivativos de crédito de que trata a Resolução CMN n.º 2.933, de 28 de fevereiro do mesmo ano, foi promulgada quando a CVM já era titular da competência para disciplinar e fiscalizar todos os derivativos, mas tendo em vista que uma das partes em operações de derivativos de crédito deve ser necessariamente uma instituição financeira, tais operações

⁵¹⁸ Sobre o caráter instrumental da definição de valores mobiliários, observa PEDRO DARAHEM MAFUD: “*Dessa forma, dada a evolução histórica do instituto – cujo significado foi paulatinamente alargado em decorrência do processo de inovação financeira, podemos concluir que o conceito de valor mobiliário destina-se muito mais a estabelecer o campo de incidência de regras do que a significar uma categoria jurídica una e abstrata. Inexiste, assim, rigor formal e classificatório para os valores mobiliários brasileiros. Muito embora tenha surgido de uma expressão francesa com rigor conceitual, pode-se dizer que valor mobiliário hoje, no Brasil, é um conceito polissemântico, eminentemente instrumental, com finalidade regulatória de definição das fronteiras de atuação estatal, que abarca títulos e contratos diversos entre si, incluindo-se os derivativos (talvez os maiores estranhos no ninho)*”. Sendo assim, com a ampliação da competência da CVM pôde-se observar que o conceito de valor mobiliário abrange institutos com características diversas, sendo que tal falta de unicidade não seria problemática, na medida que a definição de valores mobiliários tem por finalidade estabelecer os limites da atuação da CVM. (Op. cit., pp. 114-115).

⁵¹⁹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, *A arbitragem e o mercado de capitais*, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo: Malheiros, n.º 146, abril-junho de 2007, p. 158.

⁵²⁰ SZTAJN, RACHEL, *Regulação (...)*, p. 146.

também são reguladas pelo BACEN. Embora possa haver a possibilidade de conflito de competências e de promulgação de normas conflitantes entre BACEN e CVM, não verificamos tais acontecimentos até o momento no que se refere aos derivativos de crédito. Observamos, ainda, que nos termos do artigo 3º, inciso IV da Lei n.º 6.385/76 compete ao CMN definir as atividades da CVM que devem ser exercidas em coordenação com o BACEN.

Apesar do dualismo regulatório entre CVM e BACEN e das superposições de competências, especialmente após 2001, verificamos que a relação entre tais órgãos reguladores é muito diferente da relação entre SEC e CFTC nos Estados Unidos, que em virtude de lacunas regulatórias disputavam a competência sobre determinados derivativos, o que culminou em 2000 na desregulação dos derivativos negociados no mercado de balcão. Dada a abrangência da competência da CVM, não corremos o risco de algum derivativo deixar de ser regulado e ser considerado protagonista de uma crise, tal como ocorreu com os derivativos de crédito na crise de 2008.

Importante diferenciar os valores mobiliários dos derivativos de crédito (e dos demais derivativos negociados no mercado financeiro e que não possuem valores mobiliários como ativo subjacente) para verificar se é adequado estarem sob a égide da CVM, nos termos do inciso VIII do artigo 2º da Lei n.º 6.385/76⁵²¹.

O traço comum dos valores mobiliários e que legitima a atuação da CVM é o fato de serem mecanismos de financiamento direto das empresas por meio da captação da

⁵²¹ Interessante o voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, na qualidade de relator do Processo CVM n.º 2003/0499, por meio do qual a Prefeitura da Cidade de São Paulo realiza consulta sobre a possibilidade de os Certificados de Potencial Adicional de Construção - CEPACs serem caracterizados como valores mobiliários. Luiz Antonio de Sampaio Campos discorre acerca dos desafios da CVM na regulação de derivativos. Pondera que “o grande desafio que a CVM enfrentará, neste particular, futuramente, é notar as diferenças que existem entre a forma de regular derivativos e outros valores mobiliários. E reconhecer ainda que nem todos os derivativos devem ser regulados da mesma forma e saber que não regular é também uma decisão regulatória. Deverá também reconhecer as diferenças regulatórias evidentes entre os derivativos ofertados publicamente e aqueles que apenas são negociados em mercados, sem oferta pública. Deverá saber avaliar as diferenças entre os derivativos negociados em bolsa e aqueles negociados em mercado de balcão.

Será preciso encarar a regulação dos derivativos sem preconceito, vendo-a como uma realidade, tendo presente seus riscos e benefícios, que podem ser tão díspares que em uma ponta encontramos investidores como George Soros que afirmam que os ‘traders de derivativos’ causam instabilidade que poderá destruir a sociedade e o economista Merton Miller que afirma que os derivativos fizeram do mundo um lugar mais seguro (cf. Merton Miller on Derivatives) (Frank Partnoy, *Adding Derivatives to the Corporate Law Mix*, 2002).

Outro ponto importante é notar que, no mercado, não há mais necessariamente aquela característica histórica dos derivativos de proteção de riscos. A função econômica de cobertura de risco não está presente em todos os derivativos e em todas as negociações que envolvem derivativos. Haverá casos onde está presente primordialmente a especulação e por esta razão há quem afirme que há casos em que tudo se resume a especulação e que as funções ou vantagens empresariais, de cobertura de risco, estão hoje relegadas para um segundo plano”.

poupança popular. No que se refere aos derivativos de crédito: (i) são operações cuja função primordial é a proteção contra ou a exposição a determinado risco de crédito; (ii) devem ter necessariamente como contraparte uma instituição financeira; (iii) não são objeto de emissão e oferta pública, o que significa dizer que não há limitação com relação ao número de derivativos de créditos disponíveis, podendo ser realizadas tantas operações quantos sejam seus interessados; (iv) não captam poupança popular; (v) são negociados bilateralmente e não são massificados; (vi) não são padronizados, mas sim *tailor made*; (vii) não são investimentos e não há a aplicação de recursos para que terceiro possa gerir determinado empreendimento, haja vista que as partes têm plena gestão dos derivativos de crédito que contratam; (viii) não é da sua essência a possibilidade de circulação, tal como ocorre com os valores mobiliários e (ix) permitem a alavancagem de instituições financeiras, aumentando a probabilidade de inadimplemento e o risco sistêmico.

Prevê o artigo 4º, incisos VI e VII, da Lei n.º 6.385/76 que o CMN e a CVM exercerão as atribuições previstas em tal lei para o fim de, respectivamente, assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados, bem como a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários. No entanto, conforme observa RACHEL SZTAJN, o mercado de derivativos – excluídos os que possuem valores mobiliários como ativo subjacente e que, portanto, podem impactar no mercado do ativo subjacente – objetivam transferir riscos e, para tanto, é de sua essência a assimetria informacional e a especulação com informações. No mercado de derivativos de crédito isso fica muito claro, pois apesar das informações sobre muitas entidades de referência serem públicas, a negociação destes instrumentos financeiros ocorre por conta das diferentes visões acerca do risco de crédito de tal entidade. A autora pondera, ainda, que enquanto no mercado de valores mobiliários pode haver maior dificuldade para se desfazer de uma operação caso o valor mobiliário seja pouco líquido, nas operações com derivativos sempre há uma data de vencimento, bem como a possibilidade de liquidação antecipada, diferentemente do que ocorre, por exemplo, com muitos valores mobiliários. Pelo fato dos derivativos não serem permanentes e mais propícios à especulação, entende que falar em práticas comerciais equitativas parece pouco adequado a essa indústria⁵²².

O ativo subjacente em operação com derivativo de crédito é operação creditícia que pode ou não ser um valor mobiliário. Os valores mobiliários que poderiam referenciar os

⁵²² SZTAJN, RACHEL, *Regulação (...)*, pp. 146-147.

derivativos de crédito seriam basicamente as debêntures e as notas promissórias. Parece-nos que não cabe justificar a regulação dos derivativos de crédito pela CVM pelo fato de poderem ensejar a criação de condições artificiais de demanda ou oferta e a manipulação de preços no mercado do ativo subjacente, uma vez que são vedadas as operações a descoberto no mercado nacional. Além disso, o mercado secundário nacional para tais títulos de dívida ainda é incipiente, o que significa dizer que são incipiente também os derivativos de crédito referenciados a tais valores mobiliários.

Pelos motivos acima expostos, especialmente pelas diferenças entre derivativos de crédito e os (demais) valores mobiliários, concluímos que a regulação dos derivativos de crédito não deveria ser realizada pela CVM, mas exclusivamente pelo BACEN, que zela pela higidez do sistema bancário e está adstrito às normas prudenciais decorrentes dos Acordos de Basileia, evitando a excessiva alavancagem das instituições financeiras e a realização de operações extremamente arriscadas sem uma contrapartida de capital.

Cabe, contudo, fazer um contraponto, pois se o Brasil seguir a tendência regulatória internacional e passar a exigir que os derivativos de crédito padronizados sejam negociados em plataformas eletrônicas no mercado de balcão organizado, tais derivativos deveriam também estar sujeitos à regulação efetiva da CVM, dado que esta tem competência para regular o mercado de balcão organizado em si. Do ponto de vista legal a competência da CVM sobre os derivativos de crédito já existe. No entanto, a despeito da legislação em vigor, entendemos que em tal situação a competência da CVM deveria estar limitada aos aspectos relativos à negociação dos derivativos de crédito, não incidindo sobre a caracterização destes instrumentos financeiros.

Nos Estados Unidos são os reguladores do mercado de capitais (SEC) e do mercado de futuros (CFTC) que em 2009 passaram a ter competência para regular os derivativos de crédito. Cabe indagar por que naquele país os reguladores bancários não têm competência para regular tais instrumentos financeiros e a resposta tem um cunho prático, pois nos Estados Unidos a regulação bancária é realizada tanto em caráter estadual quanto federal, enquanto que a regulação dos valores mobiliários se dá primordialmente por meio de normas federais, o que é muito mais efetivo para evitar a arbitragem regulatória.

No Brasil não apenas os derivativos são regulados, mas também todas as instituições financeiras, o que nos permite concluir que o denominado *shadow banking system* não existe no país, pois todas as instituições financeiras são reguladas pelo BACEN.

7.4.2 – Aprovação de contratos

A alínea “a” inciso I da Resolução CMN n.º 1.190, de 17 de setembro de 1986, dispõe que previamente à sua implementação os modelos de contratos admitidos à negociação em bolsas de mercadorias e de futuros ou em sistemas de negociação de ativos devem ser submetidos à aprovação do BACEN ou da CVM, essa última na hipótese de estar o ativo objeto de negociação referenciado em valor mobiliário sujeito ao regime da Lei n.º 6.385/76⁵²³.

Chamamos atenção para as Instruções CVM n.ºs 461, de 23 de outubro de 2007 e 467, de 11 de abril de 2008, as quais direta ou indiretamente impactam no mercado de derivativos e, consequentemente no mercado de derivativos de crédito.

A Instrução CVM n.º 461/2007 disciplina o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários (mercado de bolsa, balcão organizado e balcão não organizado), bem como a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

Diferentemente dos valores mobiliários tradicionais, que são emitidos e distribuídos publicamente no mercado, os derivativos ou são negociados em bolsa ou são negociados entre as partes e depois registrados no mercado de balcão (CETIP, por exemplo)⁵²⁴. Por tal motivo a Instrução CVM n.º 467/2008 dispõe acerca da aprovação pela CVM dos contratos derivativos a serem admitidos à negociação nos mercados organizados de valores mobiliários e, portanto, oferecidos a contrapartes indistintas. Nos casos em que o contrato derivativo é negociado fora do mercado de bolsa ou balcão e posteriormente registrado no mercado de balcão, não será necessária a aprovação da CVM, mas apenas da entidade administradora do mercado de balcão, tendo em vista que é seu dever não registrar operações que violem suas regras, de modo a preservar o mercado⁵²⁵. Além disso, a entidade administradora do mercado de balcão deverá estabelecer e tornar públicas regras sobre os procedimentos e critérios para aprovação dos contratos derivativos registrados em seus mercados.

⁵²³ Trata-se da mesma redação do artigo 5º, inciso I, alínea “a” da Resolução CMN n.º 2.873, de 26 de julho de 2001.

⁵²⁴ YAZBEK, Otavio, *Crise (...)*, pp. 146 - 147.

⁵²⁵ Cf. CVM, *Relatório de Análise SDM do Processo 2004/1335*, Audiência Pública 10/2007, item 3.2, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst467relat.pdf> (acesso em 30/12/2014).

A necessidade de aprovação das operações realizadas bilateralmente apenas pela entidade que registrará o contrato é coerente com o fato das operações realizadas fora do ambiente bursátil serem customizadas para atender determinada necessidade de uma parte. Em suma, todos os contratos de derivativos estão sujeitos a algum tipo de aprovação, que pode ser prévia por parte da CVM para os derivativos ofertados em bolsa ou balcão organizado ou a *posteriori* quando a entidade do mercado de balcão aprova o contrato celebrado no mercado de balcão não organizado antes de registrá-lo.

7.4.3 – Negociação em plataformas eletrônicas

No Brasil o maior volume das operações com derivativos é realizado em bolsa, por serem massificados e padronizados. As operações realizadas no mercado de balcão organizado, contudo, podem ser negociadas por meio de plataformas eletrônicas de negociação – já disponibilizadas pela BM&FBovespa – e liquidadas via CCPs.

Além da maior transparência com relação à formação de preços, da melhor gestão de riscos, da redução de custos, da redução das distorções entre preços de operações semelhantes, bem como da maior segurança na liquidação das operações por meio da utilização de CCPs, a negociação de derivativos em plataformas eletrônicas possibilita a criação de um mercado secundário para tais instrumentos financeiros.

As operações *tailor made* negociadas no mercado de balcão não organizado, por sua vez, trariam poucos benefícios adicionais a seus participantes se forem negociadas em plataformas eletrônicas, já que objetivam atender às necessidades específicas de seus contratantes, não sendo fungíveis e comparáveis entre si.

7.4.4 – Compartilhamento de informações e CED

Objetivando aumentar a transparência no mercado de derivativos de balcão nacional foi criada a Central de Exposição em Derivativos (CED), que é uma empresa sem fins lucrativos que consolida os valores das posições em derivativos contratadas por empresas no Brasil e registradas na BM&FBovespa e CETIP, de modo que tais informações ficam acessíveis às instituições financeiras que forem membro da CED. A

CED foi constituída pela BM&FBovespa, CETIP e Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN), em parceria com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA).

No *site* da CED⁵²⁶ são apresentados os principais objetivos da CED: “(i) *aumentar a transparência sobre posições com derivativos detidas por empresas, resultantes de operações negociadas no mercado de balcão e/ou de bolsa;* (ii) *permitir que os bancos identifiquem, de forma rápida e simples, mudanças atípicas nas posições detidas pelos seus clientes que autorizarem a consulta;* (iii) *complementar a estrutura de registro e informações já existentes no Brasil;* e (iv) *atingir os objetivos acima sem desincentivar ou expor o mercado local por eventuais excessos de regulação.*”

Interessante observar que no mesmo *site* há também a indicação de quais não são os objetivos da CED, antecipando potenciais receios das empresas. Não são objetivos da CED: “(i) *servir como ferramenta de prospecção de negócios para os bancos;* (ii) *substituir análises de crédito realizadas regularmente pelos bancos;* (iii) *servir como ferramentas para auditorias, fiscalizações e gestão de riscos de mercado das empresas;* (iv) *substituir os serviços de prestação de informações para clientes e reguladores;* (v) *servir como parâmetro para conclusões sobre a situação financeira das empresas, sendo o relatório consolidação de informações aproximadas que deverão ser utilizadas como uma ferramenta complementar para análises preliminares da posição de derivativos dos clientes;* (vi) *divulgar ou vender esta informação a terceiros, pois somente a instituição financeira que obteve a autorização de acesso às informações dos seus respectivos clientes poderá formar uma base histórica das consultas devidamente realizadas.*”

A CED foi lançada oficialmente em dezembro de 2010 e entrou em funcionamento em 24 de março de 2011 com a adesão inicial de oito instituições financeiras, as quais representam juntas 90% dos ativos do sistema bancário brasileiro. Até a presente data 13 instituições financeiras aderiram à CED, ainda que potencialmente 60 instituições sejam elegíveis a tal adesão. Em virtude do sigilo bancário a CED necessita da aprovação das empresas cujas informações serão compartilhadas com instituições financeiras por meio da CED⁵²⁷.

⁵²⁶ Cf. <http://www.centralderivativos.org.br/> (acesso em 30/12/2014).

⁵²⁷ MANDL, Carolina, *Jornal Valor Econômico*, *Com Central de Exposição a Derivativos (CED), cai risco com derivativos*, 25 de março de 2011, disponível em <http://www.marcosassi.com.br/com-central-de-exposicao-a-derivativos-ced-cai-risco-com-derivativos> (acesso em 30/12/2014).

Na prática as instituições financeiras deverão solicitar à CED a exposição de determinada empresa, sendo que a CED obterá estas informações da BM&FBovespa e da CETIP e as consolidará antes de informar ao solicitante. A informação corresponderá à exposição da empresa no dia útil anterior.

A Resolução CMN n.º 3.908, de 30 de setembro de 2010, reconhece a CED ao dispor que as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN, se optarem por consultar a informações relativas às posições em instrumentos financeiros derivativos detidos por pessoas naturais ou jurídicas, devem previamente ter indicado diretor responsável por tais procedimentos de consulta, sendo certo que tal diretor poderá desempenhar outras funções na instituição, exceto as relativas à administração de recursos de terceiros.

Para dar o suporte jurídico à CED, em 17 de novembro de 2010, foi promulgada a Instrução CVM n.º 486, que altera a Instrução CVM n.º 467/2008. Referida Instrução acrescenta o artigo 4º-A, que trata do compartilhamento de informações sobre operações com contratos derivativos negociados ou registrados nos sistemas das entidades administradoras de mercados organizados, de modo a permitir a administração de riscos por instituições financeiras. Possibilita, portanto, a criação da CED, permitindo que as instituições financeiras antes de concederem limite de crédito (inclusive para a realização de operações com derivativos) possam verificar a atual exposição em derivativos de seu cliente com as demais instituições financeiras, podendo avaliar se o atual nível de exposição global a derivativos está adequado às atividades e ao porte de tal empresa. Resta saber se o conhecimento por parte da instituição financeira da exposição de seus clientes em operações com derivativos poderia ser visto como uma forma de reduzir a responsabilidade dos administradores das empresas que tomam demasiado risco em tais operações, uma vez que se a instituição financeira concedeu limite de crédito seria porque entende que a empresa estaria apta a honrar com tal pagamento.

A CED não abrange os derivativos de crédito, mas apenas a derivativos que possuem como ativo subjacente taxas de juros, moedas, índices e commodities. Entendemos que no Brasil as operações com derivativos de crédito realizadas por empresas não são uma preocupação para os reguladores ou mesmo para as instituições financeiras, pois os clientes das instituições financeiras apenas podem transferir risco de crédito, o que é uma operação de *hedge* que não implica em aumento de alavancagem da empresa, mas apenas da instituição financeira.

Importante mencionar que referido artigo 4º-A prevê que o compartilhamento de informações deverá observar o disposto nos incisos I e V do § 3º do artigo 1º da Lei Complementar n.º 105, de 10 de janeiro de 2001, que trata do sigilo bancário. Os incisos I a V ora referidos tratam das situações que não constituem violação ao dever de sigilo e que, a *contrario sensu*, são aquelas nas quais tais informações poderão ser compartilhadas.

7.4.5 – Divulgação de informações

A Instrução CVM n.º 475, de 17 de dezembro de 2008, objetivando melhorar a transparência das companhias, especialmente no que se refere às operações com derivativos, dispõe em seu artigo 1º que as companhias abertas deverão divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial. A definição de instrumentos financeiros abrange todas as operações com derivativos, independentemente da forma como sejam contratadas

As notas devem ser escritas em linguagem clara, objetiva e concisa. Há também um modelo de tabela a ser observado para a divulgação das informações quantitativas da nota explicativa, sendo que em tal tabela deverão ser segregados os instrumentos financeiros derivativos especulativos daqueles destinados à proteção de exposição a riscos (*hedge*).

O § 3º do artigo 1º da Instrução CVM n.º 475 explica a finalidade de tal divulgação ao dispor que tais notas explicativas devem permitir aos investidores avaliarem a relevância dos instrumentos financeiros, especialmente os instrumentos financeiros derivativos, para a posição financeira e os resultados da companhia, bem como a natureza e extensão dos riscos associados a tais instrumentos.

Nos termos do artigo 3º de supra referida Instrução CVM as companhias abertas deverão divulgar também quadro demonstrativo de análise de sensibilidade, para cada tipo de risco de mercado originado dos instrumentos financeiros ao qual a entidade esteja exposta na data de encerramento de cada período, incluídas todas as operações com instrumentos financeiros derivativos. O quadro demonstrativo de análise de sensibilidade deverá, entre outras informações, identificar os tipos de riscos que podem gerar prejuízos materiais para a companhia, definir o cenário mais provável na avaliação da administração,

além de dois cenários que, caso ocorram, possam gerar resultados adversos para a companhia, devendo ser também estimados os impactos dos cenários definidos.

7.4.6 – Registro

A Resolução CMN n.º 2.042, de 13 de janeiro de 1994, atualmente revogada, tratou pela primeira vez da necessidade de registro dos derivativos de balcão. A Resolução CMN n.º 3.505, de 26 de outubro de 2007, rege atualmente a matéria e dispõe sobre a realização de operações de derivativos no mercado de balcão pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN. Apesar de ser uma norma direcionada para instituições financeiras, acaba abrangendo todo o mercado de balcão⁵²⁸.

O artigo 1º de referida Resolução faculta às instituições financeiras realizar no mercado de balcão no país operações de *swap*, a termo e com opções, sendo que nos termos do artigo 6º do mesmo dispositivo normativo tais operações devem ser registradas em mercados de balcão organizado ou em sistema administrado por bolsas de valores, por entidades de registro e de liquidação financeira de ativos devidamente autorizados pelo BACEN ou pela CVM.

Enquanto no cenário internacional as discussões recaem sobre o reporte dos derivativos de balcão às *trade repositories*, no Brasil já havia a necessidade dos derivativos serem registrados. A Lei n.º 12.543, de 8 de dezembro de 2011, alterou a Lei n.º 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM, e acrescentou o parágrafo 4º ao artigo 2º⁵²⁹, prevendo que é condição de validade de todos derivativos celebrados a partir de 26 de julho de 2011 o registro em câmaras ou prestadores de serviços de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo BACEN ou pela CVM, que no caso seriam a BM&F Bovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e futuros ou a CETIP S.A. – Mercados Organizados. Tal exigência regulatória já existia, mas seu descumprimento não acarretava na invalidade da operação, mas apenas desconformidade

⁵²⁸ YAZBEK, Otavio, *Crise (...)*, p. 149.

⁵²⁹ “Art. 2º, § 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII [os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários] e VIII [outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes] do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória n.º 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários”.

perante o regulador. Deste modo, além dos requisitos de validade previstos no artigo 104 do Código Civil, deverá também ser realizado o registro do contrato de derivativo.

Destacamos que apesar dos derivativos de crédito serem primordialmente regulados pelo BACEN, por serem considerados como valores mobiliários se subsumem a tal norma.

Cabe indagar se não seria melhor tornar o registro fator de eficácia ao invés de requisito de validade. O objetivo almejado é permitir melhor controle de tais operações por parte do órgão regulador, dado que a pouca transparência do mercado de derivativos de crédito foi bastante criticada com a crise de 2008, ainda que no Brasil os derivativos de crédito não tenham sido um problema por constituírem um mercado incipiente. Por outro lado, a invalidade é vício de tal gravidade que funcionaria melhor como incentivo ao registro do que a mera ineficácia⁵³⁰.

Em suma, todos os derivativos celebrados em território nacional devem ser registrados, o que nos permite ter um alto nível de transparência, preocupação que está em linha com as discussões sobre a infraestrutura do mercado financeiro pós crise de 2008, apesar dos problemas com derivativos verificados no país não serem comparáveis e não estarem relacionados à opacidade do mercado de derivativos de crédito nacional, mas sim à excessiva exposição de determinadas empresas a derivativos cambiais.

A Lei n.º 12.543/11 introduziu na Lei n.º 6.385/76 o inciso VI⁵³¹ ao artigo 3º, que trata da competência do Conselho Monetário Nacional (CMN). Referido inciso alarga a competência do CMN ao prever que, para fins de política monetária ou cambial, este poderá estabelecer as condições específicas para a negociação de contratos de derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo determinar depósitos sobre os

⁵³⁰ Apenas para fazer um paralelo com outras práticas bancárias relacionadas ao registro, algumas instituições financeiras buscando reduzir os custos de registro, especialmente no caso de garantias reais oferecidas por clientes com boa classificação de crédito e baixa probabilidade de inadimplemento, estabelecem políticas para não registrar as garantias oferecidas por tais clientes ou apenas o fazer quando há algum rebaixamento na classificação de crédito de tal cliente. Isso ocorre mesmo no caso de garantias nas quais o registro é constitutivo, como por exemplo a cessão e a alienação fiduciária em garantia. Sem o registro a propriedade fiduciária não é constituída e a instituição financeira apesar de ter o instrumento de garantia assinado, não possui sua constituição jurídica, correndo o risco de no momento do registro o cliente atuando de má-fé ter outorgado a outro credor, que a registrou primeiro, bem como de incidir no termo legal da falência previsto no inciso II do art. 99 da Lei n.º 11.101/2005 (Lei de Falência e Recuperação de Empresas).

⁵³¹ “Art. 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional:

(...)

VI - estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive:

a) determinar depósitos sobre os valores nominais dos contratos; e
b) fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos.

§ 1º Ressalvado o disposto nesta Lei, a fiscalização do mercado financeiro e de capitais continuará a ser exercida, nos termos da legislação em vigor, pelo Banco Central do Brasil.

§ 2º As condições específicas de que trata o inciso VI do *caput* deste artigo não poderão ser exigidas para as operações em aberto na data de publicação do ato que as estabelecer.”.

valores nocionais dos contratos e fixar limites, prazos e outras condições relacionadas à negociação de derivativos.

O parágrafo segundo do artigo 3º prescreve que as condições específicas que poderão ser estabelecidas pelo CMN não poderão ser exigidas para as operações em aberto na data da publicação de tal norma. Com isso fica dirimida uma possível dúvida do mercado acerca da extensão de eventuais restrições a serem impostas pelo CMN, de modo que as eventuais novas regras apenas impactarão as novas operações.

Apesar desta Lei n.º 12.543/11 abranger todas as operações com derivativos, inclusive derivativos de crédito, verifica-se que o objetivo era prever a possibilidade de restrições aos derivativos cambiais. Por este motivo há a menção de que as condições específicas poderão ser estabelecidas pelo CMN para fins de política monetária ou cambial.

O artigo 28 da Lei n.º 12.810, de 15 de maio de 2013, prevê que compete ao BACEN e à CVM, no âmbito de suas respectivas competências, autorizar e supervisionar o exercício da atividade de registro de ativos financeiros e de valores mobiliários, estabelecendo as condições de exercício de tal atividade. Estabelece que o registro de ativos financeiros e de valores mobiliários compreende a escrituração, o armazenamento e a publicidade de informações referentes a operações financeiras, ressalvados os sigilos legais.

A Instrução CVM n.º 544, de 20 de dezembro de 2013⁵³², alterou a Instrução CVM n.º 461, de 23 de outubro de 2007, que 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 mercado de balcão organizado, ampliando seu objeto, de modo que referida Instrução passa a abranger também as câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro. Prevê que o registro

⁵³² A CVM também em 20 de dezembro de 2013, como resultado do Edital de Audiência Pública SDM n.º 06/2013, editou as Instruções CVM n.ºs 541/13, 542/13 e 543/13, que substituem a antiga Instrução CVM n.º 89/88 e regulamentam a prestação de serviços de depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários, de modo a aperfeiçoar a infraestrutura do mercado. Afirma que “o principal objetivo das novas normas é assegurar condições para o desenvolvimento seguro do mercado brasileiro, em linha com os princípios e padrões debatidos mundialmente como adequados a impedir novas crises financeiras. As novas normas asseguram que os valores mobiliários negociados no mercado brasileiro – e seus respectivos lastros – de fato existem, que eles se encontram disponíveis para negociação e que, uma vez adquiridos, eles pertençam ao investidor que os tenha adquirido. Tal modelo se apoia sobre uma cadeia de obrigações e de responsabilidades que envolve os escrituradores, os custodiantes e os depositários centrais.” (Cf. CVM, CVM divulga normas sobre infraestrutura de mercado, 20/12/2013, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/CVM%20divulga%20normas%20sobre%20infraestrutura%20de%20mercado.asp> (acesso em 30/12/2014)).

de valores mobiliários será serviço prestado exclusivamente pelas entidades administradoras de mercados de balcão organizado. Assim, a obrigação de registro é suprida a partir do registro da operação ou do ativo em um sistema de mercado de balcão organizado.

No entanto, ao invés de estabelecer normas específicas para estes entes, inclui o §4º ao artigo 110 da Instrução CVM n.º 461/2007, prevendo que nos casos em que a atividade for sujeita às recomendações e princípios formulados pelo Comitê sobre Sistemas de Pagamentos e Liquidações (CPSS) e pela Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (OICV-IOSCO), a entidade administradora de mercado de balcão organizado deverá apresentar, ainda, documento que comprove a observância daquelas recomendações e princípios para que seja autorizado seu funcionamento.

A própria CVM observou, quando da edição da Instrução CVM n.º 544/2013, que o registro é uma prática comum no país e tem sido valorizado no debate internacional, permitindo que sejam geradas informações sobre os ativos emitidos e as operações realizadas por instituições financeiras. Por esse motivo as entidades registradoras são consideradas importantes infraestruturas de mercado. Observa que *“o registro de um valor mobiliário não se confunde com o depósito centralizado daquele valor mobiliário. O depósito centralizado, como esclarecido, se destina a assegurar que um determinado ativo está imobilizado e que ele é, efetivamente, detido por um investidor. Já o registro – que pode ser do ativo em si ou de operações realizadas – tem funções eminentemente informacionais, gerando bases de dados que servem de importante suporte para as atividades dos reguladores e para a administração da exposição das instituições financeiras”*⁵³³.

7.4.6.1 – Registro de operações realizadas no exterior

A preocupação com o registro de operações realizadas no mercado de balcão ficou mais evidente ao se perceber que empresas brasileiras que tiveram vultosos prejuízos com operações de derivativos em muitas das vezes haviam realizado operações no exterior,

⁵³³ Idem.

motivo pelo qual passou a ser obrigatório também o registro de uma série de operações realizadas no exterior.

A Resolução CMN n.º 3.824, de 16 de dezembro de 2009, dispõe sobre o registro de instrumentos financeiros derivativos contratados por instituições financeiras no exterior. Prescreve o artigo 1º desta Resolução que as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN deverão, em até dois dias úteis da contratação, registrar em sistema administrado por entidade de registro e de liquidação financeira de ativos, autorizado pelo BACEN ou pela CVM, as posições assumidas em instrumentos financeiros derivativos contratados no exterior, diretamente ou por meio de dependências ou empresas integrantes do conglomerado financeiro. Referido registro, nos termos do §1º do artigo 1º, deverá abranger os ativos subjacentes, os valores e moedas envolvidos, os prazos, contrapartes, forma de liquidação e parâmetros utilizados, tais como limites, multiplicadores e aceleradores.

Observamos também que a Resolução CMN n.º 3.833, de 28 de janeiro de 2010, alterou a Resolução CMN n.º 3.312, que trata das transferências financeiras do e para o exterior, decorrentes de operações destinadas à proteção (*hedge*) de direitos ou obrigações de natureza comercial ou financeira, sujeitos a riscos de variação, no mercado internacional, de taxas de juros, de paridades entre moedas estrangeiras ou de preços de mercadorias, as quais, segundo tal Resolução, podem ser realizadas por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no País, em bancos autorizados a operar no mercado de câmbio. Prevê também a Resolução CMN n.º 3.833 que as transferências ora referidas ficam condicionadas ao registro, ou à comprovação do registro, caso já efetuado, da operação de proteção (*hedge*) em sistema administrado por entidade de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo BACEN ou pela CVM. Em suma, a penalidade para o não registro é a impossibilidade de realização de transferências financeiras, o que inviabiliza a operação de proteção.

A Circular BACEN n.º 3.474, de 11 de novembro de 2009, por sua vez, prescreve que as instituições financeiras devem registrar, em sistema administrado por entidades de registro e de liquidação financeira de ativos devidamente autorizado pelo BACEN ou pela CVM, os instrumentos financeiros derivativos, como opções, contratos a termo, contratos futuros e *swaps*, independentemente do referencial, que se vinculem ao custo da dívida originalmente contratada nas operações de empréstimos entre residentes ou domiciliados no país e residentes ou domiciliados no exterior, inclusive por pessoa natural ou jurídica

não financeira, realizadas nos termos da Resolução CMN n.º 2.770, de 30 de agosto de 2000. Deste modo, nas operações em que instituição financeira nacional capta recursos no exterior por meio de sua filial no exterior e realiza o repasse destes recursos para seus clientes no país por meio de empréstimo em moeda estrangeira e caso a tal empréstimo esteja atrelada uma operação de derivativo (por exemplo, para eliminar o risco cambial e converter a dívida em moeda estrangeira para moeda local), tal derivativo deverá ser registrado.

7.4.7 – Contrapartes Centrais

OTAVIO YAZBEK observa que o Brasil possui uma experiência bastante original no que se refere à liquidação de operações realizadas no mercado de balcão por meio de contrapartes centrais. A BM&F (atual BM&FBovespa), aproveitando sua experiência com a liquidação de operações com derivativos realizada em bolsa, passou a prestar serviços de liquidação também para as operações realizadas no mercado de balcão. No momento do registro de tais operações os participantes podem escolher a modalidade “sem garantia”, em que a liquidação será bilateral, ou a modalidade “com garantia”, por meio da qual a operação será submetida à Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações da Bolsa, aplicando-se assim para as operações de balcão todos os mecanismos de gestão de risco utilizados nas operações realizadas em bolsa, com algumas adaptações em decorrência das especificidades das operações de balcão⁵³⁴.

A submissão de operações de balcão à liquidação por contraparte central depende do atendimento de determinados requisitos, como por exemplo o entendimento e quantificação das variáveis envolvidas na operação pela contraparte central. Eis a justificativa para as operações de balcão passíveis de liquidação pela BM&FBovespa serem em menor número do que as operações meramente registradas na CETIP⁵³⁵.

Outra dificuldade encontrada na prestação de serviços de compensação e liquidação centralizada está relacionada à falta de liquidez das operações realizadas no mercado de balcão, havendo dificuldade para se transferir a operação no mercado secundário, o que inviabiliza o encerramento de determinada posição em caso de inadimplemento ou

⁵³⁴ YAZBEK, Otavio, *Crise (...)*, p. 153.

⁵³⁵ Ibidem, p. 154.

insolvência da parte⁵³⁶. Em tais casos a contraparte central deverá manter a posição até o vencimento, situação na qual a parte inadimplente possivelmente não conseguirá depositar garantias adicionais caso seja necessário⁵³⁷, o que amplia o risco para todos os membros da contraparte central, pois em última instância será necessária a utilização do fundo de mutualização.

Não obstante a padronização das operações realizadas no mercado de balcão e que são liquidadas por contraparte central, em virtude da falta de liquidez de tais operações, da dificuldade em encerrá-las e do fato de não serem necessariamente marcadas a mercado diariamente, com o correspondente depósito de ajustes diários, tais operações exigem o depósito de mais garantias para serem liquidadas por contraparte central em comparação com as operações realizadas em bolsa⁵³⁸.

Nas operações de CDS se não ocorrer o evento de crédito, nenhum valor será devido pelo receptor do risco, de modo que a inadimplência do receptor do risco é menos importante caso não tenha ocorrido o evento de crédito. Antes da ocorrência do evento de crédito a insolvência de qualquer das partes será pouco problemática para a contraparte central. Não podemos esquecer, contudo, que independentemente da ocorrência de evento de crédito, durante a vigência da operação os ajustes diários decorrem da variação na probabilidade de ocorrência de evento de crédito com a entidade de referência.

A Lei n.º 11.101/2005 visando proteger a CCP caso qualquer de seus participantes venha a falir ou entrar em recuperação judicial ou extrajudicial prevê em seu artigo 193 que o disposto em referida lei não afeta as obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadoras de serviços de compensação e de liquidação financeira, que serão ultimadas e liquidadas pela câmara ou prestador de serviços, na forma de seus regulamentos. Deste modo, a CCP fica protegida caso qualquer de seus participantes venha a falir ou entrar em recuperação judicial ou extrajudicial, já que os recursos depositados como margem e as garantias prestadas serão necessariamente utilizadas para fazer frente às suas obrigações perante a CCP.

O artigo 194 da mesma lei estabelece que o produto da realização das garantias prestadas pelo participante das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação financeira, assim como os títulos, valores mobiliários e quaisquer outros de seus

⁵³⁶ A solução para a transferência da posição seria a utilização de um leilão, como é realizado pela BM&FBovespa.

⁵³⁷ YAZBEK, Otavio, *Crise (...)*, p. 155.

⁵³⁸ Idem.

ativos objetos de compensação ou liquidação serão destinados à liquidação das obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadoras de serviços. Os artigos 193 e 194 reproduzem o artigo 7º, *caput* e parágrafo único, da Lei n.º 10.214/2001, de 27 de maio de 2001, que formalizou a reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro e que dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro.

Prescreve o artigo 8º da Lei n.º 10.214/2001 que em caso de falência, recuperação judicial ou extrajudicial, intervenção, liquidação extrajudicial ou quando verificada a inadimplência de qualquer participante da CCP a liquidação das obrigações, observado o disposto nos regulamentos e procedimentos das CCPs, dar-se-á: (i) pela tradição dos ativos negociados ou pela transferência dos recursos, no caso de liquidação financeira e (ii) com a entrega do produto da realização das garantias e com a utilização dos mecanismos e salvaguardas, quando forem inexistentes ou insuficientes os ativos negociados ou os recursos a transferir. Caso após adotadas tais providências houver saldo positivo, será ele transferido ao participante, integrando a respectiva massa, se for o caso, e se houver saldo negativo, constituirá ele crédito da CCP contra o participante, de modo que esta deverá se habilitar como credora no processo de recuperação judicial ou falência na qualidade de credor quirografário.

Na hipótese das chamadas de margem e garantias serem insuficientes para a liquidação da obrigação em questão as salvaguardas serão utilizadas na seguinte sequência: (i) recursos decorrentes das contribuições do membro inadimplente ao fundo de liquidação de operações; (ii) recursos do fundo especial dos membros da CCP; (iii) recursos relacionados às contribuições dos membros da CCP adimplentes ao fundo de liquidação de operações, inclusive novos aportes que venham a ser requeridos pela CCP para atendimento imediato e (iv) patrimônio da CCP⁵³⁹.

Nos termos da Decisão Conjunta n.º 18, de 15 de julho de 2013 emitida pela CVM e BACEN foi criado um grupo de trabalho formado por servidores de ambas as autarquias com o propósito de estudar a viabilidade e a conveniência da adoção da liquidação obrigatória por contrapartes centrais de operações realizadas no mercado de derivativos. Objetiva-se a criação de mecanismo conjunto para avaliação contínua das condições dos diversos contratos de derivativos quanto a seu grau de padronização – como indicativo da existência de mercado desenvolvido para tal contrato –, bem como o eventual risco

⁵³⁹ CAVALCANTI, Henrique Leite, *O Sistema Brasileiro de Pagamentos*, Texto preparado para a aula de Valores Mobiliários do curso de Pós-Graduação na Faculdade de Direito da USP, 2012.

sistêmico por eles gerados, de modo a fundamentar a decisão de liquidação mandatória por contrapartes centrais⁵⁴⁰.

Conforme é possível perceber a regulação do mercado brasileiro de derivativos era mais rígida do que na maioria dos países antes da crise de 2008, o que foi alvo de muitas críticas pelos agentes do mercado que afirmavam que tais medidas engessavam o mercado ao dificultarem a inovação financeira. No entanto, com a crise de 2008 tal regulação se mostrou adequada, sendo até mesmo replicada em outros países.

⁵⁴⁰ O texto integral da Decisão Conjunta está disponível em <http://www.cvm.gov.br/Port/Atos/DecCon/Decis%C3%A3o%20Conjunta%20BACEN%20n%C2%B018%20-%2015-07-13.pdf> (acesso em 30/12/2014).

CONCLUSÕES

Os derivativos de crédito são produtos da inovação financeira e apesar de sua aparente simplicidade são dotados de tal complexidade a ponto de serem considerados, a nosso ver injustamente, os causadores da crise de 2008. Nascem no sistema bancário são utilizados para diversas finalidades, o que inclui a transferência ou exposição a risco de crédito, especulação, gerenciamento de riscos, gerenciamento de capital, obtenção de rendimentos por meio da intermediação de operações derivativos de crédito e arbitragem.

Curiosamente a transferência de risco de crédito por meio de derivativos de crédito foi estimulada pelas regras de Basiléia, já que quanto mais arriscada era a operação creditícia realizada por uma instituição financeira, maior era o montante de capital que teria que ser alocado para fazer frente a tal risco. A possibilidade de transferência de riscos de crédito criou incentivos para que as instituições financeiras concedessem crédito sem realizar adequada análise de crédito dos tomadores e para assumirem mais riscos do que de costume, os quais seriam posteriormente transferidos, incentivando o crescimento do mercado de financiamentos *subprime* norte-americano.

Desde 2000 os derivativos de crédito desafiam os reguladores norte-americanos, que por meio do *Commodities Futures Modernization Act* optaram por não regular tal instrumento financeiro para que os agentes econômicos não deixassem de realizar este tipo de operação nos Estados Unidos ou as realizassem em mercados menos regulados. Com isso o volume de operações de derivativos de crédito cresceu exponencialmente e, apesar de terem sido concebidos para a proteção e exposição a risco de crédito, em virtude da ausência de regulação se mostraram nocivos. Deste modo, fica claro que a crise de 2008 teria uma raiz jurídica antes de uma causa econômica.

Entendemos que os derivativos de crédito não são os causadores da crise de 2008 como muitos afirmam, pois se o risco transferido não fosse de financiamentos *supprime*, que por natureza são mais arriscados, provavelmente teriam ocorridos menos eventos de crédito, o que a despeito da excessiva tomada de risco não acarretariam na necessidade de resgate de determinadas instituições e no agravamento do risco sistêmico. Não podemos deixar de notar, contudo, o relevante papel dos derivativos de crédito para viabilizar tanto a securitização de créditos decorrentes de financiamentos *subprime* e para possibilitar a

réplica de portfólio de créditos *subprime*, o que multiplicou os efeitos do inadimplemento de tais operações, amplificando a magnitude da crise de 2008.

Ao mesmo tempo em que auxiliam na descoberta de preço do ativo subjacente e evitam sua distorção, caso ocorra um evento de crédito podem aumentar os custos para as entidades de referência se financiarem ou refinanciarem, conforme se alegou ter ocorrido em 2010 com os títulos soberanos gregos. Por este motivo, a nosso ver corretamente, a União Europeia por meio do Regulamento n.º 236/2012 proibiu as operações de CDS a descoberto tendo títulos soberanos como ativo subjacente.

A depender do montante de operações com derivativos de crédito realizadas a descoberto e com liquidação física, pode haver aumento artificial da demanda pelo ativo subjacente e distorção de tal mercado. Eis o motivo da ISDA emitir em 2009 o *Big Bang Protocol* e o *Small Bang Protocol* prevendo um procedimento de leilão para determinar o preço para títulos da entidade de referência na ocorrência de um evento de crédito quando a liquidação for física.

Entendemos que todas as operações de derivativos de crédito realizadas a descoberto deveriam ser proibidas, pois acarretam na criação de risco de crédito, o que potencializa os efeitos de um evento de crédito. Além disso, em mercados não regulados em que não há restrições quanto a quem pode realizar este tipo de operação, acarretam na transferência de risco inerente a operações creditícias para entidades fora do sistema financeiro e que não estão sujeitos à regulação prudencial, o que aumenta a interconexão entre os agentes do mercado e o risco sistêmico. Em suma, os ganhos com tais operações não superam as perdas que podem causar e os riscos adicionais que ensejam.

Os derivativos de crédito criam sistema de incentivos inadequados para credores de empresas em crise, que ficam em melhor situação caso a qualidade creditícia da entidade de referência se deteriore a ponto de ensejar um evento de crédito, havendo o problema do “credor vazio”, que poderia ser parcialmente mitigado pelas alternativas apresentadas no trabalho. Até mesmo estudos empíricos sobre o assunto divergem quanto ao papel desempenhado pelos derivativos de crédito. Por um lado afirma-se que a disponibilidade de CDS não aumenta a ocorrência de falências ao invés de recuperações extrajudiciais e, por outro, que tanto a probabilidade de rebaixamento da classificação do risco de crédito quanto a probabilidade de falência de uma empresa aumentam após a introdução do CDS referenciado a tal empresa.

Demonstramos que os derivativos de crédito não se confundem com determinados mecanismos de transferência de risco, tais como a cessão e a securitização de créditos, nem com os mecanismos de garantia contra os efeitos da concretização do risco de crédito, como por exemplo o seguro de crédito e as garantias reais e fidejussórias.

Quanto à natureza jurídica dos derivativos de crédito, entendemos que são contratos nominados e típicos. Caracterizam-se como uma espécie do gênero permuta e são: bilaterais, onerosos, aleatórios, por prazo determinado ou indeterminado, de execução continuada, consensuais, não solenes, em uma classe intermediária entre contrato principal e acessório e abrigados em zona intermediária entre contrato pessoal e impessoal.

Por meio do CDS há a permuta do risco de crédito do ativo subjacente mediante pagamento de um prêmio pelo risco de crédito da contraparte receptora do risco. A liquidação da permuta é futura está condicionada à ocorrência de evento de crédito, que é futuro e incerto, e cuja ocorrência enseja a liquidação do CDS, que poderá ser física ou financeira, havendo em tais casos uma permuta do valor de proteção pelo ativo subjacente ou pelo seu valor de mercado, respectivamente. O TRS é uma operação de swap em que há a permuta entre fluxos financeiros. Um dos fluxos corresponde ao retorno de um ativo subjacente acrescido, se for o caso, de sua valorização desde a data inicial da contratação, a ser paga pelo transferidor do risco. O outro fluxo corresponde a um pagamento periódico acrescido, se for o caso, do valor correspondente à desvalorização do ativo subjacente a ser realizado pelo receptor do risco. Se durante a vigência do TRS ocorrer um evento de crédito a liquidação será realizada tal como em uma operação de CDS.

Os derivativos de crédito se diferenciam das demais operações de swap por apresentarem um regramento próprio previsto na Resolução CMN n.º 2.933 de 28 de fevereiro de 2002, bem como na Circular BACEN n.º 3.106 de 10 de abril de 2002.

Após a crise de 2008 os reguladores norte-americanos (por meio do *Dodd-Frank Act*) e europeus (por meio do EMIR) buscaram alterar a infraestrutura do mercado financeiro, em especial do mercado de derivativos de balcão, para eliminar sua opacidade e evitar a ocorrência de crise semelhante utilizando basicamente os seguintes instrumentos: regulação contrapartes centrais (CCPs), repositórios de negociação (*trade repositories*) e mecanismos eletrônicos de negociação. Atualmente discute-se como harmonizar ambas as normas, já que há divergências e sobreposições.

A utilização de contrapartes centrais não pode ser considerada panaceia para todos os males. Pelo contrário, a liquidação de determinadas operações por CCPs pode ser

ineficiente e ampliar ao invés de mitigar riscos. As CCPs podem ser consideradas uma fonte de risco sistêmico ao concentrar risco sem estarem sujeitas a uma regulação prudencial.

No sistema jurídico nacional tanto o BACEN quanto a CVM possuem competência para regular os derivativos de crédito, apesar de entendermos que tal regulação não deveria ser realizada pela CVM, mas exclusivamente pelo BACEN. Há limitações acerca de quem pode realizar este tipo de operação, bem como a possibilidade de serem submetidas para liquidação por contrapartes centrais. É condição de validade que as operações com derivativos sejam registradas e as posições de derivativos contratadas são submetidas à Central de Exposição em Derivativos (CED), o que aumenta a transparência deste mercado. Apesar do tamanho do mercado de derivativos de crédito nacional não ser comparável com o mercado norte-americano e europeu, após analisar as soluções adotadas pelos reguladores destes países constatamos que muitas delas já eram adotadas com sucesso em nosso país, o que evidencia que nossa regulação é mais sólida e serve de exemplo a ser seguido.

BIBLIOGRAFIA

ADRIAN, Tobias; SHIN, Hyun Song, *The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, n.º 382, julho de 2009, disponível em http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr382.pdf (acesso em 30/12/2014).

AKERLOF, George A., *The Market for “Lemons”: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, n.º 3, Agosto de 1970, disponível em <https://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf> (acesso em 30/12/2014).

ANTUNES, José A. Engrácia, *Os Derivados*, 2012, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C30Artigo4.pdf> (acesso em 30/12/2014).

ARAÚJO, Fernando, *Teoria Económica do Contrato*, Coimbra: Almedina, 2007.

ASCARELLI, Tullio, *Il negozio indiretto*, in Studi in Tema di Contratti, Milano: Dott. A. Giuffrè Editore, 1952.

_____. *Negócio jurídico indireto*, Jornal do Foro, Lisboa, 1965.

BAKER, Collen M., *Regulating the Invisible: The case of Over-The-Counter Derivatives*, Notre Dame Law Review, vol. 854, 2010, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1739882 (acesso em 30/12/2014).

BANDT, Oliver de; HARTMANN, Philipp, *Systemic Risk: A Survey*, Working Paper n. 35, Banco Central Europeu, Novembro de 2000, disponível em <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp035.pdf> (acesso em 30/12/2014).

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Credit Risk Transfer: Developments from 2005 to 2007*, Basel Committee on Banking Supervision, julho de 2008, disponível em <http://www.bis.org/publ/joint21.pdf> (acesso em 30/12/2014).

_____. *BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments*, Junho de 2009, disponível em http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0906.pdf (acesso em 30/12/2014).

_____. *Recent Innovations in International Banking*, Abril de 1986, Cap. 8, disponível em <http://www.bis.org/publ/ecsc01b.pdf> (acesso em 30/12/2014).

_____. *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-June 2013*, novembro de 2013, disponível em http://www.bis.org/publ/otc_hy1311.pdf (acesso em 30/12/2014).

BARR, Alistair, “Greenspan Sees ‘Serious Problems’ with CDS”, Marketwatch.com, 23 de outubro de 2008, disponível em <http://www.marketwatch.com/story/greenspan-says-credit-default-swaps-have-serious-problems> (acesso em 30/12/2014).

BARRERA, Ligia Catherine Arias, *The Traditional Role of ISDA 'Co-Regulating' OTC Derivatives Contracts*, University of Warwick School of Law, Legal Studies Research Paper n.º2014-7, 2014, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2434662> (acesso em 30/12/2014).

BERNSTEIN, Peter L., *Desafio aos Deuses: a Fascinante História do Risco*, 23ª ed. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 1997.

BOBBIO, Norberto, *Da Estrutura à Função – Novos Estudos de Teoria do Direito*, São Paulo: Manole, 2007.

BONFIM, Antulio N., *Derivativos de crédito e outros instrumentos*, Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

BRITISH BANKERS' ASSOCIATION, *Credit Derivatives Report*, 2006.

CALHEIROS, Maria Clara, *O Contrato de Swap*, Coimbra: Editora Coimbra, 2000.

CAMINHA, Unie, *Securitização*, 2ª ed., São Paulo: Saraiva, 2007.

CARVALHO, Gustavo Seignemartin de, *The Rise of Credit Default Swaps and the Changing Political Environment of Sovereign Debt Markets*, American Political Science Association, Annual Meeting, 2011, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1900205 (acesso em 30/12/2014).

CAVALCANTI, Henrique Leite, *O Sistema Brasileiro de Pagamentos*, Texto preparado para a aula de Valores Mobiliários do curso de Pós-Graduação na Faculdade de Direito da USP, 2012.

CHANDER, Anupam; COSTA, Randall, *Clearing Credit Default Swaps: A Case Study in Global Legal Convergence*, UC Davis Legal Studies Research Paper Series, Research Paper n.º 211, Março de 2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1576765> (acesso em 30/12/2014).

CINTRA, Marcos Antonio Macedo e FARHI, Maryse, *A crise financeira e o global shadow banking system*, Revista Novos Estudos CEBRAP, n.º 82, São Paulo: novembro de 2008, disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-33002008000300002&script=sci_arttext (acesso em 30/12/2014).

CLEARY GOTTlieb, *Derivative Regulation under EMIR*, 19 de setembro de 2013, disponível em <http://www.cgsh.com/derivative-regulation-under-emir/> (acesso em 30/12/2014).

COELHO, Alexandre Ramos, *Dodd Frank Act and the Brazilian Capital Market – Extraterritorial Effects of Regulation to the Over-the-Counter Derivatives Market*, Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – DIREITO GV, Research Paper Series – Legal Studies, Paper n.º 96, 2014, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2456360> (acesso em 30/12/2014).

COLOZZA, Tommaso, *Standardization of Credit Default Swaps Market*, Working Paper, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2366447> (acesso em 30/12/2014).

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Edital de Audiência Pública SDM n.º 06/2013*, que trata de proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários, 2013, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/Edital%20Aud%20Pub%20SDM%20-%2006-13.pdf> (acesso em 30/12/2014).

COMMISSION OF EUROPEAN COMMUNITIES, , *Ensuring Efficient, Safe and Sound Derivatives Markets*, Commission Staff Working Paper, 03/07/2009, disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/report_en.pdf (acesso em 30/12/2014).

COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION, *Speech of Chairman Gary Gensler*, OTC Derivatives Regulation, European Commission, 25 de setembro de 2009, disponível em <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opagensler-12> (acesso em 30/12/2014).

_____. *The European Commission and the CFTC reach a Common Path Forward on Derivatives*, Release: PR6640-13, 11 de julho de 2013, disponível em <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6640-13> (acesso em 30/12/2014).

COMPARATO, Fábio Konder, *Seguro de Crédito*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968.

CONT, Rama; MINCA, Andrea, *Credit default swaps and systemic risk*, Agosto de 2014, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2487947 (acesso em 30/12/2014).

CORTEZ, Tiago Machado, *O conceito de risco sistêmico e suas implicações para a defesa da concorrência no mercado bancário*, in “Concorrência e regulação no sistema financeiro”, coord. Celso Fernandes Campilongo e outros, Max Limonad, 2002.

CULP, Christopher L., *OTC-Cleared Derivatives: Benefits, Costs, and Implications of the “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”*, Journal of Applied Finance, n.º2, 2010, disponível em <http://www.rmcsinc.com/articles/OTCCleared.pdf> (acesso em 30/12/2014).

_____. *CVM divulga normas sobre infraestrutura de mercado*, 20/12/2013, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/CVM%20divulga%20normas%20sobre%20infraestrutur%20de%20mercado.asp> (acesso em 30/12/2014).

_____. *Relatório de Análise SDM do Processo 2004/1335*, Audiência Pública 10/2007, item 3.2, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst467relat.pdf> (acesso em 30/12/2014).

DANA, Samy; GALA, Paulo, *Alavancagem no Brasil e no Mundo*, 12 de outubro de 2013, Folha de São Paulo, disponível em

<http://www1.folha.uol.com.br/columnas/carodinho/2013/10/1355807-alavancagem-no-brasil-e-no-mundo.shtml> (acesso em 30/12/2014).

DAS, Satyajit, *Credit Derivatives: CDOs and Structured Credit Products*, 3ª ed., Wiley Finance (John Wiley & Sons), Singapore, 2005.

DICKINSON, Eric, *Credit Default Swap: So dear to us, so dangerous*, Fordham Law School, novembro de 2008, disponível em <http://ssrn.com/abstract=131555> (acesso em 30/12/2014).

DILWORTH, Robert J., *Bumps on the EU/US Path Forward*, [inserir nome de site], 11 de dezembro de 2013, disponível em <http://www.iflr.com/Article/3288748/IFLR-magazine/Bumps-on-the-EUUS-Path-Forward.html> (acesso em 30/12/2014).

DIMARTINO, Danielle; DUCA, John, *The rise and fall of subprime mortgages*, Federal Reserve Bank of Dallas Economic Letter, vol. 2, n.º 11, nov. 2007.

DUFEE, Darrell; ZHU, Haoxiang, *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?*, disponível em <http://web.stanford.edu/~duffie/DuffieZhu.pdf> (acesso em 30/12/2014).

DUFFEE, Gregory R.; ZHOU, Chunsheng, *Credit Derivatives in Banking: Useful Tools for Loan Risk Management?*, Federal Reserve Board, 1997, disponível em <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1997/199713/199713pap.pdf> (acesso em 30/12/2014).

EIZIRIK, Nelson, *Aspectos Jurídicos dos Mercados Futuros*, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, ano XXX, n.º 81, janeiro-março de 1991.

EIZRIK, Nelson, GAAL, Ariádna, B., PARENTE, Flavia, HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EUROPEAN COMMISSION, *Impact Assessment accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps*, Bruxelas, 15/09/2010, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_impact_assessment_en.pdf (acesso em 30/12/2014).

_____. *Summary of the Impact Assessment accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps*, Bruxelas, 15/09/2010, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/resume_impact_assesment_en.pdf (acesso em 30/12/2014)

FERREIRA, Kenneth Antunes, *Contrato Derivativo Não Padronizado: A impropriedade de sua classificação como Valor Mobiliário*, Tese de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2008, disponível em http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/DetalheObraForm.do?select_action=&co_obr_a=112059 (acesso em 30/12/2014).

FINANCIAL STABILITY BOARD, *OTC Derivatives Market Reforms: Seventh Progress Report on Implementation*, 8 de abril de 2014, disponível em http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_140408.pdf (acesso em 30/12/2014).

FITCH RATINGS, *Global Credit Derivatives Survey: Indices Dominate Growth as Banks' Risk Position Shifts*, 2006.

FOLHA DE S. PAULO, Folha Online Dinheiro, Março, 2009, *Sadia registra prejuízo de R\$ 2,5 bi impactado por operações cambiais*, disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u541835.shtml> (acesso em 30/12/2014).

_____. *Prejuízo da Aracruz chega a R\$ 2,9 bi no 4º trimestre*, disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2803200917.htm> (acesso em 30/12/2014).

FRANCO, Vera Helena de Mello; SUEN, Alberto Sanyuan, *Aspectos jurídicos do Credit Default Swap*, disponível em http://www.suen.com.br/papers/credit_swap.pdf (acesso em 30/12/2014).

GLINAVOS, Ioannis, *Regulation and the Role of Law in Economic Crisis*, paper apresentado no WG Hart Legal Workshop Institute of Advanced Legal Studies, Londres, 25 de junho de 2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1425782> (acesso em 30/12/2014).

GOLDSTEIN, Sergio Mychkis, *Aspectos jurídicos dos derivativos de crédito no Brasil*, Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 7, n.º 25, jul./set. 2004, São Paulo.

GONTIJO, Cláudio, *Raízes da crise financeira dos derivativos subprime*, Texto para discussão n.º 342, Dezembro de 2008, disponível em <http://cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20342.pdf> (acesso em 30/12/2014).

GORGA, Érica Cristina Rocha, *A importância dos Contratos a Futuro para a Economia de Mercado*, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.º 112, ano XXXVI, outubro a dezembro de 1998.

GREENE, Edward F.; POTILHA, Ilona, *Issues in the extraterritorial application of Dodd-Frank's derivatives and clearing rules, the impact on global markets and the inevitability of cross-border and US domestic coordination*, Capital Markets Law Journal, 2013, disponível em <http://cmlj.oxfordjournals.org/content/early/2013/09/24/cmlj.kmt017.full.pdf+html> (acesso em 30/12/2014).

GREENBERGER, Michael, *A Look At Wall Street's Shadow Market, 60 Minutes: How Some Arcane Wall Street Financial Instruments Magnified Economic Crisis*, CBS, 5 de outubro de 2008, disponível em <http://www.cbsnews.com/stories/2008/10/05/60minutes/main4502454.shtml> (acesso em 30/12/2014).

GREENSPAN, Alan, *Regulation, Innovation and Wealth Creation*, Federal Reserve, 25 de setembro de 2002, disponível em

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/200209252/default.htm> (acesso em 30/12/2014).

HELLER, Daniel; VAUSE, Nicholas, *Collateral requirements for mandatory central clearing of over-the-counter derivatives*, BIS Working Papers n.º 373, Março de 2012, disponível em <http://www.bis.org/publ/work373.pdf> (acesso em 30/12/2014)

HELLWIG, Martin, *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis*, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Preprint, No. 2008/43, 2008, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1309442 (acesso em 30/12/2014).

HENDERSON, Todd M., *Credit Derivatives are not “Insurance”*, University of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 476, 2009, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1440945 (acesso em 30/12/2014).

HILLS, Bob; RULE, David; PARKINSON, *Central counterparty clearing houses and financial stability*, Financial Stability Review, junho de 1999, disponível em <http://www.jscc.co.jp/en/data/11.pdf> (acesso em 30/12/2014).

HJORT, Viktor, *The Xerox Debt Restructuring – A Moral Hazard Issue?*, Morgan Stanley, Fixed Income Research (19 de julho de 2002), Nova York.

HU, Henry T. C.; BLACK, Bernard, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, University of Pennsylvania Law Review, vol. 153, n.º3, 2008, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1030721 (acesso em 30/12/2014)

_____. *Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, European Financial Management, vol. 14, 2008, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1084075> (acesso em 30/12/2014)

_____. *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, Southern California Law Review, vol. 79, n.º4, 2006, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=904004 (acesso em 30/12/2014).

HULL, John C., *Options, Futures and Other Derivatives*, 6ª ed., New Jersey: Prentice Hall, 2006.

HUNT, John Patrick, *Credit Rating Agencies and the “Worldwide Credit Crisis”: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, Columbia Business Law Review, vol. 2009, n.º 1, 2008, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267625 (acesso em 30/12/2014).

INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Global Financial Stability Report*, The Influence of Credit Derivatives and Structured Credit Markets on Financial Stability (Capítulo 2), disponível em <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2006/01/pdf/chp2.pdf> (acesso em 30/12/2014).

IOSCO, *IOSCO issues final regulatory recommendations on securitisation and CDS market*, Media Release IOSCO/MR/17/2009, 4 de setembro de 2009, disponível em <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS165.pdf> (acesso em 30/12/2014)

_____. *Requirements for Mandatory Clearing*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Fevereiro de 2012, disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD374.pdf> (acesso em 30/12/2014).

_____. *Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives: Consultation Report*, setembro de 2014, disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD450.pdf> (acesso em 30/12/2014).

_____. *Unregulated Financial Markets and Products*, Consultation Report, maio de 2009, disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD290.pdf> (acesso em 30/12/2014).

ISDA, *About ISDA*, disponível em <http://www2.isda.org/about-isda/> (acesso em 30/12/2014).

_____. *CDS Auction Protocols*, disponível em <http://www.isda.org/protocol/cdsprotocols.html> (acesso em 30/12/2014).

_____. *CDS FAQ, CDS Marketplace*, disponível em http://www.isdacdsmarketplace.com/about_cds_market/cds_faq#faq (acesso em 30/12/2014).

_____. *Clearing and Portfolio Compression*, ISDA Focus, disponível em <http://www2.isda.org/clearing-and-portfolio-compression/> (acesso em 30/12/2014).

_____. *Comment on the Draft White Paper entitled "Weather Financial Instruments (Temperature): Insurance or Capital Markets Products?"*, 23 de fevereiro de 2004, disponível em http://www.isda.org/c_and_a/pdf/NAICltr022304.pdf (acesso em 30/12/2014).

_____. *ISDA Final 2014*, disponível em <http://www2.isda.org/about-isda/isda-overview/> (acesso em 30/12/2014).

_____. *Overview of U.S. and EU OTC Derivatives Regulatory Reforms*, 2014, disponível em <http://www2.isda.org/dodd-frank/> (acesso em 30/12/2014).

_____. *ISDA Publishes ISDA 2014 Credit Derivatives Definitions*, News Release, 21 de fevereiro de 2014, disponível em <http://www2.isda.org/news/isda-publishes-isda-2014-credit-derivatives-definitions> (acesso em 30/12/2014).

_____. *Small Bang Protocol*, disponível em <http://www.isda.org/smallbang/> (acesso em 30/12/2014).

_____. *ISDA Statement on CDS Credit Event Process*, disponível em <http://www2.isda.org/newsroom/press-releases/page/5> (acesso em 30/12/2014).

_____. *Portfolio Compression*, CDS Marketplace, disponível em http://www.isdacdsmarketplace.com/market_statistics/portfolio_compression (acesso em 30/12/2014).

_____. *Understanding Notional Amount*, CDS Marketplace, disponível em http://www.isdacdsmarketplace.com/market_statistics/understanding_notional_amount (acesso em 30/12/2014).

_____. *Product Descriptions and Frequently Asked Questions*, disponível em <http://www.isda.org/educat/faqs.html#25> (acesso em 30/12/2014).

JORNAL DIÁRIO COMÉRCIO E INDÚSTRIA, *Seguro de crédito tem potencial para crescer*, 11 de setembro de 2014, disponível em <http://www.dci.com.br/financas/seguo-de-credito-tem-potencial-para-crescer--id414653.html> (acesso em 30/12/2014)

JÚNIOR, Arthur Migliari, *Capítulo VII: Disposições Penais*, in *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*, TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (Coords.), 3ª ed. rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2009.

KIFF, John; MORROW, Ron, *Credit Derivatives*, Bank of Canada Review, 2000.

KIMBALL-STANLEY, Arthur, *Insurance and Credit Default Swaps: Should Like Things be Treated Alike?*, Connecticut Insurance Law Journal, vol. 15:1, 2008, disponível em <http://insurancejournal.org/wp-content/uploads/2011/07/72.pdf> (acesso em 30/12/2014).

KNIGHT, Frank H., *Risk, uncertainty and profit*, Boston: Houghton Mifflin Company, 1921, Parte I, Cap. I, disponível em <http://www.econlib.org/LIBRARY/Knight/knRUP.html> (acesso em 30/12/2014).

LI, Jay Y. e TANG, Dragon Yongjun, *The Leverage Externalities of Credit Default Swaps*, 6 de novembro de 2014, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2342478 (acesso em 30/12/2014).

LUBBEN, Stephen J.; NARAYANAN, Rajesh P., *CDS and the Resolution of Financial Distress*, Seton Hall Public Law Research Paper No. 2012-12, 2012, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2152643> (acesso em 30/12/2014).

LUBBEN, Stephen J., *Credit Derivatives and the Future of Chapter 11*, The American Bankruptcy Law Journal, vol. 81, 2007, disponível em <http://www.iiiglobal.org/component/jdownloads/finish/666/5999.html> (acesso em 30/12/2014).

MAFUD, Pedro Darahem, *Racionalidade Econômica e Aspectos Jurídicos dos Derivativos: uma Análise Jurisprudencial*, Tese de Mestrado Apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014.

MÄGERLE, Jürg; NELLEN, Thomas, *Interoperability between Central Counterparties*, Swiss National Bank Working Papers, 2011-12, 2011, disponível em http://www.snb.ch/n/mmr/reference/working_paper_2011_12/source/working_paper_2011_12.n.pdf (acesso em 30/12/2014).

MANDL, Carolina, *Jornal Valor Econômico, Com Central de Exposição a Derivativos (CED), cai risco com derivativos*, 25 de março de 2011, disponível em <http://www.marcosassi.com.br/com-central-de-exposicao-a-derivativos-ced-cai-risco-com-derivativos> (acesso em 30/12/2014).

MAXFIELD, Sylvia, *Lessons from the History of Over-the-Counter Derivatives Regulation*, disponível em http://www.euce.org/eusa/2011/papers/12e_maxfield.pdf (acesso em 30/12/2014).

MAZIERO, Marcelo, *Perspectivas do Mercado de Derivativos de Balcão*, Apresentação para o 1º Seminário Internacional sobre Renda Fixa em Mercado de Balcão, realizado em 29.09.2006.

MCBARNET, Doreen, *Financial Engineering or Legal Engineering? Legal Work, Legal Integrity and the Banking Crisis*, The Future of Financial Regulation, Iain MacNeil and Justin O'Brien, eds., Oxford Hart, 2010; University of Edinburgh School of Law Working Paper n.º 2010/02, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1546486 (acesso em 30/12/2014).

MENGLE, David, *The Empty Creditor Hypothesis*, ISDA Research Notes n.º 3, 2009, disponível em <http://www.isda.org/researchnotes/pdf/ISDa-research-notes3.pdf> (acesso em 30/12/2014).

MINTON, Bernadette A.; STULZ, René; WILLIAMSON, Rohan, *How Much do Banks Use Credit Derivatives to Hedge Loans?*, Journal of Financial Services Research, Fevereiro de 2009, vol. 35, Issue 1, disponível em <http://fisher.osu.edu/supplements/10/10402/How-much-do-banks-use-credit-derivatives.pdf> (acesso em 30/12/2014).

NEVES, César da Rocha, *Solvência II no Mercado Brasileiro de Seguros: Requerimento de Capital de Solvência*, SUSEP, 12 de maio de 2010, disponível em <http://www.febraban.org.br/7Rof7SWg6qmyvwJcFwF7I0aSDf9jyV/sitefebraban/C%E9sar%20Neves.pdf> (acesso em 30/12/2014).

NORDEN, Lars; RADOEVA, Kristina, *What do we know about speculation in the CDS Market?*, Midwest Finance Association 2013, Annual Meeting Paper, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2148616 (acesso em 30/12/2014).

OICV-IOSCO; BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Principles for Financial Market Infrastructures*, Abril de 2012, disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf> (acesso em 30/12/2014).

_____. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Recovery of Financial Market Infrastructures*, Outubro de 2014, disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD455.pdf> (acesso em 30/12/2014).

PARKER, Edmund, *Credit Derivatives – Documenting and Understanding Credit Derivatives Products*, Global Law and Business, Londres, 2007.

PARTNOY, Frank, *The Paradox of Credit Ratings*, University of San Diego School of Law, Law and Economics Research Paper n.º 20, 2001, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=285162 (acesso em 30/12/2014)

PEREIRA, Caio Mário da Silva, *Instituições de Direito Civil*, Rio de Janeiro: Forense, vol. II, 1995.

PERSAUD, AVINASH, *Credit Derivatives, Insurance Companies and Liquidity Black Holes*, Geneva Papers on Risk and Insurance, vol. 29, Abril de 2004, disponível em https://www.genevaassociation.org/media/241644/ga2004_gp29%282%29_persaud.pdf (acesso em 30/12/2014).

PINTO, Arthur R., *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, American Journal of Comparative Law, vol. 54, 2006, Brooklyn Law School, Legal Studies Paper n.º 119, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1280322 (acesso em 30/12/2014).

PIRRONG, Craig, *The Economics of Central Clearing: Theory and Practice*, ISDA Discussion Paper Series, n.º 1, maio de 2011, disponível em <http://www2.isda.org/functional-areas/research/discussion-papers/> (acesso em 30/12/2014).

POSNER, Richard A., *A Failure of Capitalism: The crisis of '08 and the descent into depression*, Harvard University Press, 2009.

RADAR ANBIMA, *Negociação eletrônica de derivativos gera embate entre autoridades europeias e americanas*, Regulação Internacional, 9ª edição, 2014, disponível em <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/regulacao/radar/Pages/Negociacao-eletronica-de-derivativos-gera-embate-entre-autoridades-europeias-e-americanas.aspx> (acesso em 30/12/2014).

_____. *Reguladores americanos reveem requerimentos de margem*, Regulação Internacional, 11ª edição, 2014, disponível em <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/regulacao/radar/Pages/Reguladores-americanos-reveem-requerimentos-de-margem.aspx> (acesso em 30/12/2014).

_____. *Regulação Internacional*, Ano 1, n.º 3, 3º Trimestre de 2012, disponível em http://www.anbima.com.br/newsletter/radar_201210-site.html (acesso em 30/12/2014).

_____. *Regulação Internacional*, Ano 2, n.º 6, 2º Trimestre de 2013, disponível em http://www.anbima.com.br/newsletter/radar_201307-site.html (acesso em 30/12/2014).

_____. *Regulação Internacional*, Ano 3, n.º 10, 2º Trimestre de 2014, disponível em http://www.anbima.com.br/newsletter/radar_201407-site.html (acesso em 30/12/2014).

RAUTERBERG, Gabriel V.; VERSTEIN, Andrew, *Assessing Transnational Private Regulation of the OTC Derivatives Market: ISDA, the BBA, and the Future of Financial Reform*, Virginia Journal of International Law, vol. 54:1, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2389371> (acesso em 30/12/2014).

RICCA, Lucio, *Contratto e Rapporto nella Permuta Atipica*, Milano: Giuffrè, 1974.

RICHA, Alexandre, *Credit Derivatives: Settlement and Other Operational Issues*, International Finance Seminar, Maio de 2007, disponível em <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/education/llm/2006---2007/sp10.pdf> (acesso em 30/12/2014).

ROMERO, Ana Paula Berhnes, *Anotações sobre a cessão de crédito no Direito Empresarial*, Tese de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2008.

ROPPO, Vincenzo, *Il Contratto*, Milano: Giuffrè, 2001.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida, *O Contrato Futuro*, São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000.

SALOMÃO NETO, Eduardo, *Direito Bancário*, São Paulo: Atlas, 2005.

SCHWARCZ, Steven L., *Shadow Banking and Financial Regulation*, palestra realizada na China em 14/12/2012, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2182601> (acesso em 30/12/2014).

SCHWARTZ, Robert F., *Risk Distribution in the Capital Markets: Credit Default Swaps, Insurance and a Theory Of Demarcation*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, vol. XII, 2007, disponível em <http://law2.fordham.edu/publications/articles/600flspub8976.pdf> (acesso em 30/12/2014).

SHADAB, Houman B., *Guilty by Association? Regulating Credit Default Swaps*, Entrepreneurial Business Law Journal, vol. 4:2, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1368026> (acesso em 30/12/2014).

SHIRVANI, Eraj, *The Future of the OTC Derivatives Market*, Discurso proferido na 4ª Conferência BM&FBOVESPA sobre Mercado Financeiro Internacional e Mercado de Capitais realizada em 29 de agosto de 2009, transcrição disponível em <http://www2.isda.org/newsroom/speeches-and-articles/> (acesso em 30/12/2014).

SOUZA, Eduardo Abrahão de, *Direito Bancário*, 11ª ed., São Paulo: Saraiva, 2008.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de, *Regime jurídico das opções negociadas em bolsa de valores*, Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2002.

STATTFORD, Philip, *Too big to fail' worries reach clearing houses*, Financial Times, 2 de Dezembro de 2014.

STOUT, Lynn A., *Carta da Professora Lynn A. Stout ao Comitê de Agricultura, Floresta e Nutrição do Senado dos Estados Unidos*, 4 de junho de 2009, disponível em http://media.mcclatchydc.com/smedia/2009/06/04/17/Hall-testimony-stout.source.prod_affiliate.91.pdf (acesso em 30/12/2014).

_____. *Derivatives and the legal origin of the 2008 credit crisis*, *Harvard Business Law Review*, vol. 1, 2011, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1874806 (acesso em 30/12/2014).

_____. *How Deregulating Derivatives Led to Disaster and Why Re-Regulating Them can Prevent Another*, *Lombard Street*, vol. 1, n.º 7, 2009; UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper n.º 09-13, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1432654 (acesso em 30/12/2014).

STULZ, René M., *Credit Default Swaps and the Credit Crisis*, NBER Working Paper n.º 15384, September, 2009, disponível em <http://www.nber.org/papers/w15384.pdf> (acesso em 30/12/2014).

_____. *In Defense of Derivatives and How to Regulate Them: The much-maligned financial instruments have legitimate uses*, *The Wall Street Journal*, 7 de abril de 2009, disponível em <http://online.wsj.com/article/SB123906100164095047.html> (acesso em 30/12/2014).

SUBRAHMANYAM, Marti G.; TANG, Dragon Yongjun; WANG, Sarah Qian, *Does the Tail Wag the Dog? The Effect of Credit Default Swaps on Credit Risk*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1976084> (acesso em 30/12/2014).

SZTAJN, Rachel, *Futuros e swaps: uma visão jurídica*, São Paulo: Cultural Paulista, 1999.

_____. *O Paradoxo do Sistema Financeiro: Estabilidade e Risco*, Tese para concurso de professor titular do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP, 2009.

_____. *Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários*, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XLIII, n.º 135, julho-setembro de 2004.

_____. *Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsa*, in *RDM* n.º 105, ano XXXVI, janeiro-março/1997.

TALEB, Nassim Nicholas, *The Black Swan: The impact of the highly improbable*, Penguin UK, 2008.

TUCKER, Paul, *Clearing houses as system risk managers*, discurso realizado no Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) em 1º de junho de 2011, disponível em <http://www.bis.org/review/r110608g.pdf> (acesso em 30/12/2014).

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, *A arbitragem e o mercado de capitais*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n.º 146, abril-junho de 2007.

WYNKOOP, Noah L., *The Unregulables? The Perilous Confluence of Hedge Funds and Credit Derivatives*, *Fordham Law Review*, vol. 76, 2008, disponível em <http://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4373&context=flr> (acesso em 30/12/2014).

YAZBEK, Otavio, *Crise, Inovação e Regulação no Mercado Financeiro – Considerações sobre a Regulação do Mercado de Derivativos de Balcão*, In: SOUZA JR., Francisco Satiro de (Org.), *Mercado de Capitais*, São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, 2ª Ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZOLNOR, Matthew A., *Regulating Credit Default Swaps as Insurance: A Law and Economics Perspective*, 2009, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1409112 (acesso em 30/12/2014).

ANEXO – Gráficos e Tabelas

GRÁFICOS

Gráfico 1 – Motivações de bancos globais – final de 2003

Gráfico 2 – Motivações de bancos globais – final de 2009

Gráfico 3 – Motivações de seguradoras globais – final de 2003

Gráfico 4 – Mercado global de derivativos de balanço

Gráfico 5 – CDS e derivativos que possuem ações como ativo subjacente

Gráfico 6 – Valor nocional de operações de CDS

Figure 1: Evolution of CDS global market from 2001 to 2010, see [29].

Fonte: BIS

Gráfico 7 – Exposição global de derivativos de crédito por *rating* da entidade de referência – final de 2005

Gráfico 8 – Exposição global de derivativos de crédito por *rating* da entidade de referência – final de 2002

Gráfico 9 – Exposição global de derivativos de crédito por prazo do ativo subjacente – final de 2005

Gráfico 10 – Desafios – 2006

Gráfico 11 – Volume de CDS tendo entes soberanos como entidade de referência

Figure 1.40. Sovereign Credit Default Swap Volumes
(In billions of U.S. dollars)

Source: Depository Trust & Clearing Corporation.

Gráfico 12 – Contribuição para o *spread* do CDS com prazo de 5 anos, tendo entes soberanos como entidade de referência

Figure 1.6. Contributions to Five-Year Sovereign Credit Default Swap Spreads
(In basis points)

Sources: Bank for International Settlements (BIS); and IMF staff estimates.
Note: Credit default swap spread (t-stats) = -2.35 (-1.89) current account balance + 4.45 (3.08) required fiscal adjustment + 4.14 (4.93) BIS bank claims. Adjusted $R^2 = 0.81$, $n = 24$.

Gráfico 13 – Os quatro estágios da crise (*spreads* dos *swaps* com prazo de 10 anos, tendo entes soberanos como entidade de referência)

Gráfico 14 – Correlação das mudanças diárias nos *spreads* de 5 anos dos CDS que possuem a Grécia como entidade de referência e dos títulos públicos gregos

Gráfico 15 – Inclinações da curva de CDS tendo entes soberanos como entidade de referência

Source: Bloomberg L.P.

Gráfico 16 – Volume de títulos negociados em relação ao pedido de falência

Bond Trading Volume in Relation to a Bankruptcy Filing

Source: Fitch, MarketAxess

Gráfico 17 – Composição de contratos bilaterais ativos em 31 de dezembro de 2013

Fonte: ISDA Margin Survey 2014

Gráfico 18 – Aumento nos preços (*short squeeze*) dos títulos da Dana Corporation no momento do inadimplemento

Figure 4: *Short squeeze* of Dana Corporation bonds at the turn of default. On February 24 Dana starts debt restructuring and on March 3 filed under Chapter 11 for Bankruptcy. After that, rush to buy bonds resulted in a sudden price rising of a yet defaulted obligation.

Fonte: COLOZZA, Tommaso, *Standardization of Credit Default Swaps Market*, Working Paper, p. 9, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2366447> (acesso em 30/12/2014).

TABELAS

Tabela 1 – Valor nocional bruto e líquido de entidades de referência nome-único e índices

Entidade de Referência	Valor Nocional Bruto (US\$)	Valor Nocional Líquido (US\$)
Nome-único	15.2 trilhões	1,4 trilhão
Índice	11,1 trilhões	1,1 trilhão
TOTAL	26,3 trilhões	2,5 trilhões

Fonte: DTCC Trade Information Warehouse (8 de agosto de 2009)

Tabela 2 – Volume de CDS negociado

	2003		2004		2006	
	US\$ (bi)	Part.	US\$ (bi)	Part.	US\$ (bi)	Part.
Mercado Global	3.548	100%	5.021	100%	8.206	100%
Inglaterra	1.586	45%	2.230	44%	3.563	43%
EUA	1.459	41%	2.000	40%	3.173	39%
Ásia/Austrália	287	8%	446	9%	858	10%
Resto do mundo	216	6%	345	7%	612	8%

Fonte: ISDA

Tabela 3 – Participação dos transferidores e receptores de risco de crédito

Transferidores de risco	Part. 2003	Part. 2006
Bancos	51%	43%
Seguradoras	16%	15%
<i>Hedge Funds</i>	16%	17%
Receptores de risco	Part. 2003	Part. 2006
Bancos	38%	34%
Seguradoras	20%	21%
<i>Security Houses</i>	16%	14%
<i>Hedge Funds</i>	15%	15%

Fonte: ISDA

Tabela 4 – 25 principais contrapartes

Top 25 Counterparties*			
2005	2004	2003	2002
Morgan Stanley	Deutsche Bank	JP Morgan Chase	JP Morgan Chase
Deutsche Bank	Morgan Stanley	Deutsche Bank	Merrill Lynch
Goldman Sachs	Goldman Sachs	Goldman Sachs	Deutsche
JP Morgan Chase	JPMorgan Chase	Morgan Stanley	Morgan Stanley
UBS	UBS	Merrill Lynch	CSFB
Lehman Brothers	Credit Suisse First Boston	Credit Suisse First Boston	Goldman Sachs
Barclays	Lehman Brothers	UBS	UBS
Citigroup	Merrill Lynch	Lehman Brothers	Lehman Brothers
Credit Suisse First Boston	Citigroup	Citigroup	Citigroup
BNP Paribas	Bear Stearns	Bear Stearns	Commerzbank
Merrill Lynch	Barclays	Commerzbank	Toronto Dominion
Bear Stearns	BNP Paribas	BNP Paribas	BNP Paribas
Bank of America	Bank of America	Bank of America	Bank of America
Dresdner	Dresdner Bank	Dresdner Bank	Bear Stearns
ABN Amro	HSBC	ABN Amro	Societe Generale
HSBC	Commerzbank	Societe Generale	Royal Bank of Canada
Societe Generale	Royal Bank of Scotland	AIG	Barclays
Calyon	Societe Generale	Barclays	Dresdner
Royal Bank of Scotland	ABN Amro	Toronto Dominion	Royal Bank of Scotland
AIG	Toronto Dominion	Calyon	ABN AMRO
Commerzbank	Wachovia	HSBC	CIBC
HVB	Calyon	Ambac	Rabobank
IXIS	KfW	CDC IXIS Financial Guaranty	West LB
CIBC	Royal Bank of Canada	KfW	HVB
Royal Bank of Canada	WestLB	Royal Bank of Scotland	AIG

* This is on a count basis (i.e. how many times an institution was cited)
Source: Fitch

Tabela 5 – Histórico da 5 principais contrapartes

Top 5 Counterparties History						
	2009	2008	2006	2005	2004	2003
1	JP Morgan Chase	Goldman Sachs	Morgan Stanley	Morgan Stanley	Deutsche Bank	JP Morgan Chase
2	Goldman Sachs	Morgan Stanley	Deutsche Bank	Deutsche Bank	Morgan Stanley	Deutsche Bank
3	Barclays	Deutsche Bank	Goldman Sachs	Goldman Sachs	Goldman Sachs	Goldman Sachs
4	Deutsche Bank	JP Morgan Chase	JP Morgan Chase	JP Morgan Chase	JP Morgan Chase	Morgan Stanley
5	Morgan Stanley	Credit Suisse	Barclays	UBS	UBS	Merrill Lynch

Source: Fitch

Tabela 6 – Tipos de derivativos de crédito negociados

Type	2000	2002	2004	2006
Basket products	6.0%	6.0%	4.0%	1.8%
Credit linked notes	10.0%	8.0%	6.0%	3.1%
Credit spread options	5.0%	5.0%	2.0%	1.3%
Equity linked credit products	n/a	n/a	1.0%	0.4%
Full index trades	n/a	n/a	9.0%	30.1%
Single-name credit default swaps	38.0%	45.0%	51.0%	32.9%
Swaptions	n/a	n/a	1.0%	0.8%
Synthetic CDOs – full capital	n/a	n/a	6.0%	3.7%
Synthetic CDOs – partial capital	n/a	n/a	10.0%	12.6%
Tranched index trades	n/a	n/a	2.0%	7.6%
Others	41.0%	36.0%	8.0%	5.7%

Fonte: British Bankers' Association

Tabela 7 – Soluções atuais e planejadas para os derivativos negociados no mercado de balcão

Table II: Current and Planned Clearing Solutions for OTC Derivatives

Clearinghouse	Jurisdiction	Interest Rate Swaps	Credit Default Swaps	Foreign Exchange	Equity Derivatives	Energy Derivatives	Other Commodity
CME Clearing Europe	UK	●	●	●		●	
CME Group	US	●	■	●		■	■
Eurex Clearing	Germany		■		■		
European Commodity Clearing	Germany					■	
ICE Clear Europe	UK		■			■	■
ICE Trust US	US		■				
Int'l Derivatives Clearing Group	US	■					
Kansas City Board of Trade	US						■
LCH.Clearnet Ltd.	UK	■		●		■	■
LCH.Clearnet SA	France		■				
Nasdaq OMX Stockholm	Sweden					■	
New York Portfolio Clearing	US	●					
NYSE Liffe ^a	UK				■		■
Options Clearing Corp.	US				●		
Singapore Exchange	Singapore	●		●		■	■
Tokyo Financial Exchange	Japan	●	●				
Tokyo Stock Exchange	Japan	●	●				

● = Proposed/In Development ■ = Live/In Production

^a: NYSE Liffe's parent NYSE Euronext plans a transition from LCH.Clearnet by the end of 2012.

Source: Morrison (2010); Futures Industry Association