ALEXANDRE GARCIA PADILHA

O direito regulatório internacional e a obrigação de compensar e liquidar derivativos de balcão por meio de contraparte central: da uniformização internacional à harmonização local no mercado financeiro global

Tese de Doutorado

Orientadora: Professora Associada Doutora Maristela Basso

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2018

ALEXANDRE GARCIA PADILHA

O direito regulatório internacional e a obrigação de compensar e liquidar derivativos de balcão por meio de contraparte central: da uniformização internacional à harmonização local no mercado financeiro global

Tese de Doutorado, 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 Internacional, sob a orientação da Professora Associada Doutora Maristela Basso.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2018

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catalogação da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Padilha, Alexandre Garcia

O direito regulatório internacional e a obrigação de compensar e liquidar derivativos de balcão por meio de contraparte central: da uniformização internacional à harmonização local no mercado financeiro global / Alexandre Garcia Padilha ; orientadora Maristela Basso -- São Paulo, 2018.

242 p.

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Internacional) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2018.

1. Direito Regulatório Internacional. 2. Contraparte Central. 3. Derivativos. 4. Mercado de Balcão. I. Basso, Maristela, orient. II. Título.

Nome: PADILHA, Alexandre Garcia

Título: O direito regulatório internacional e a obrigação de compensar e liquidar derivativos de balcão por meio de contraparte central: da uniformização internacional à harmonização local no mercado financeiro global

Tese de Doutorado, 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 Internacional, sob a orientação da Professora Associada Doutora Maristela Basso.

Aprovado em: _____/_____/_____

Banca Examinadora

Prof.(a). Dr.(a): _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof.(a). Dr.(a): _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof.(a). Dr.(a): _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof.(a). Dr.(a): _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof.(a). Dr.(a): _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

RESUMO

PADILHA, Alexandre Garcia. **O direito regulatório internacional e a obrigação de compensar e liquidar derivativos de balcão por meio de contraparte central: da uniformização internacional à harmonização local no mercado financeiro global**. 2018. 242 p. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

O direito regulatório internacional tem papel central no desenvolvimento da obrigatoriedade de uso de contraparte central na compensação e liquidação de ativos financeiros, com especial referência aos derivativos registrados e negociados em mercados de balcão. Foi o direito regulatório internacional que ditou as regras a serem utilizadas pelas jurisdições de cada país ou região considerados relevantes para esse mercado, como Brasil, Estados Unidos da América, União Europeia e Austrália. O primeiro capítulo descreve, no âmbito internacional, o contexto em que o direito regulatório internacional passou a ser criado para ditar a formulação da referida obrigação. O segundo capítulo apresenta uma descrição do mercado de derivativos de balcão e suas características, que geraram a necessidade de atuação da regulação internacional. O terceiro capítulo descreve e analisa a inserção do Brasil nesse contexto regulatório internacional, que cria uma obrigação de utilização de contraparte central para compensar e liquidar obrigações do mercado de derivativos de balcão, apresentando assim uma nova perspectiva de análise para o mercado que, aparentemente, se chama local, mas que, cada vez, mais apresenta características globais. Nesse mesmo sentido, o quarto capítulo descreve a legislação da União Europeia no que se refere especificamente ao tema proposto e o quinto capítulo se dedica às regras norte-americanas. O sexto capítulo traz a recente reforma da legislação australiana para o mercado de derivativos, abarcando a obrigação de uso de contraparte central numa das últimas nações a implementar recomendações e princípios impostos aos membros do G20 em 2009 sobre a obrigação de utilização de contraparte central. O sétimo capítulo traz os pontos que se destacam em relação à comparação entre as quatro jurisdições estudadas, especificamente no que se refere aos conceitos utilizados e aos efeitos de cada uma das jurisdições para o contexto regulatório internacional. O oitavo e último capítulo traz uma análise crítica sobre o direito regulatório internacional exposto e as jurisdições nacionais e regionais estudadas comparativamente nos capítulos anteriores da tese. Ao final, estão as conclusões deste trabalho, voltadas para o reconhecimento da existência de um esforço cooperativo internacional em reestabelecer a estabilidade e solidez do sistema financeiro internacional e o crescimento econômico mundial, que surgiu após um momento de crise financeira, o que se deu, por exemplo, como se apresenta nessa tese, por meio da imposição de regras para participantes do mercado de balcão, onde sua atuação era considerada livre e praticamente sem supervisão ou fiscalização regulatória, especialmente em países como os Estados Unidos da América. A criação da obrigação de utilização de contraparte central que assegure o cumprimento das obrigações decorrentes de operações de derivativos de balcão foi implementada por meio de uma mobilização mundial para alcançar: (i) uniformização de princípios, recomendações, regras e condutas relacionadas ao tema no âmbito de um direito regulatório internacional reformulado; e (ii) harmonização dos arcabouços jurídicos regulatórios nacionais, com o fim de que todos sejam considerados equivalentes sobre esse tema.

Palavras-Chave: Direito regulatório internacional. Contraparte central. Derivativos. Mercado de balcão.

ABSTRACT

PADILHA, Alexandre Garcia. **The international regulation and obligation to clear and settle over-the-counter (OTC) derivatives through a central counterparty: from international standardisation to local harmonisation in the global financial market.** 2018. 242 p. Thesis (Doctorate Degree). Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2018.

International regulation plays a central role in developing the mandatory use of a central counterparty in the clearing and settlement of financial assets, with special reference to derivatives registered and traded in over-the-counter markets. It was international regulation that determined the rules to be used by the jurisdictions of each country or region considered relevant to this market, such as Brazil, the US, the European Union and Australia. The first chapter describes, at an international level, the context in which international regulation was created to determined the formulation of this obligation. The second chapter presents a description of the over-the-counter derivative market and its characteristics that generated the need for international regulation. The third chapter describes and analyses the inclusion of Brazil in this international regulatory context that creates an obligation to use a central counterparty to clear and settle obligations of the over-the-counter derivative market, thus presenting a new analysis perspective for the market that is apparently called local, but that increasingly demonstrate global characteristics. In the same vein, the fourth chapter describes the European Union's legislation with specific reference to the proposed theme, and the fifth chapter deals with US regulation. The sixth chapter focuses on the recent reform of Australian derivatives market legislation, including the obligation to use a central counterparty. Australia was one of the last nations to implement recommendations and principles imposed on G20 members in 2009 on the obligation of a central counterparty. The seventh chapter presents the key points in relation to the comparison between the four jurisdictions studied, specifically with regard to the concepts used and the effects of each of the jurisdictions for the international regulatory context. The eighth chapter provides a critical analysis of the international regulation assessed and the national and regional jurisdictions studied comparatively in the earlier chapters of the thesis. Finally, the conclusion recognises the existence of an international cooperative effort to reestablish stability and soundness in the international financial system and world economic growth, which emerged after the financial crisis. As presented in this thesis, this was achieved by imposing rules on over-the-counter market participants, whose performance was considered to be free and practically without surveillance and regulatory oversight, for example countries such as the US. The creation of the obligation to use a central counterparty to ensure settlement of the OTC derivative obligations was implemented through a global mobilisation to achieve: (i) standardization of principles, recommendations, rules and conduct related to the subject within the framework of a reformulated international regulation; and (ii) harmonization of national regulatory legal frameworks, so that all are considered equivalent within this respect.

Keywords: International regulation. Central counterparty (CCP). Derivatives. Over-the-counter (OTC) market.

RÉSUMÉ

PADILHA, Alexandre Garcia. **Le droit réglementaire international et l'obligation de compenser et de liquider les produits dérivés de gré à gré par une contrepartie centrale: de l'uniformisation international à l'harmonisation locale sur le marché financier mondial**. 2018. 242 p. Thèse (Doctorat) – Faculté de Droit, Université de São Paulo, São Paulo, 2018.

Le droit réglementaire international joue un rôle central dans le développement de l'utilisation obligatoire d'une contrepartie centrale dans la compensation et la liquidation des actifs financiers, avec une référence particulière aux produits dérivés enregistrés et négociés sur les marchés de gré à gré. C'est le droit réglementaire international qui a dicté les règles à utiliser par les juridictions de chaque pays ou région considéré comme pertinent à ce marché, comme le Brésil, les États-Unis, l'Union Européenne et l'Australie. Le premier chapitre décrit, au niveau international, le contexte dans lequel le droit réglementaire international a été créé pour dicter la formulation de cette obligation. Le deuxième chapitre présente une description du marché des produits dérivés de gré à gré et de ses caractéristiques qui ont générées le besoin d'une réglementation internationale. Le troisième chapitre décrit et analyse l'insertion du Brésil dans ce contexte réglementaire international qui a crée une obligation d'utiliser une contrepartie centrale pour compenser et liquider les obligations du marché des produits dérivés de gré à gré, présentant ainsi une nouvelle perspective d'analyse pour le marché apparemment appelé local, mais qui présente de plus en plus des caractéristiques globales. Dans le même regard, le quatrième chapitre décrit la législation de l'Union Européenne avec une référence spécifique au thème proposé, et le cinquième chapitre traite des règles américaines. Le sixième chapitre est porté sur la récente réforme de la législation australienne sur les produits dérivés, qui prévoit l'obligation d'utiliser une contrepartie centrale. L'Australie a été une des dernières nations à mettre en œuvre les recommandations et principes imposés aux membres du G20 en 2009 sur l'utilisation d'une contrepartie centrale. Le septième chapitre présente les points-clés qui ressortent de la comparaison entre les quatre juridictions étudiées, notamment les concepts utilisés et les effets de chacune des juridictions sur le contexte réglementaire international. Le huitième et dernier chapitre fournit une analyse critique du droit réglementaire international évalué et des juridictions nationales et régionales étudiées comparativement dans les premiers chapitres de la thèse. Finalement, les conclusions de ce travail se concentrent sur la reconnaissance de l'existence d'un effort de coopération internationale pour rétablir la stabilité et la solidité du système financier international et la croissance économique mondiale, qui a émergé après une période de crise financière. Par exemple, tel que présenté dans cette thèse, les règles imposées aux participants du marché de gré à gré où leur performance était considérée libre et pratiquement sans surveillance ou contrôle réglementaire, en particulier des pays comme les États-Unis. La création de l'obligation d'utiliser une contrepartie centrale pour assurer le respect des obligations sur le marché de gré à gré de produits dérivés a été mise en œuvre par une mobilisation globale afin de réaliser: (i) la standardisation des principes, recommandations, règles et comportements liés au sujet dans le cadre d'une législation réglementaire internationale reformulée; et (ii) l'harmonisation des cadres juridiques réglementaires nationaux, pour que tous soient considérés comme équivalents sur ce thème.

Mots-clés: Droit réglementaire international. Contrepartie centrale. Produits dérivés. Marché de gré à gré.

ABREVIATURAS E SIGLAS

As abreviaturas e siglas estabelecidas abaixo foram utilizadas nesse trabalho e estão seguidas das palavras ou expressões correspondentes grafadas por extenso em sua língua de origem e, após, se em língua estrangeira (eg. em inglês), da correspondência por extenso na língua portuguesa.

ACFR	The Australian Council of Financial Regulators (Conselho Australiano de Reguladores Financeiros)
ADI	Australian Authorized Deposit-Taking Institution (Instituição Australiana Autorizada a Receber Depósito)
AFME	Association for Financial Markets in Europe (Associação para Mercados Financeiros na Europa)
AMF/CFT	Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism (Contra a Lavagem de Dinheiro e Combate ao Financiamento do Terrorismo)
APRA	Australian Prudential Regulation Authority (Autoridade Australiana para Regulação Prudencial)
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations (Associação de Nações do Sudeste Asiático)
ASIC	Australian Securities and Investments Commission (Comissão de Valores Mobiliários e Investimentos da Austrália)
AUD	Australian dólar
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
Basel Committee	Basel Committe on Banking Supersision (Comitê de Basileia sobre Supervisão Bancária)
Basileia III	Acordo de Basileia III
BCB	Banco Central do Brasil
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision (Comitê de Basileia sobre Supervisão Bancária)
BIS	Bank for International Settlements (Banco para Liquidações Internacionais)
BM	Banco Mundial
BM&FBOVESPA	BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
CCP	Central Counterparty (Contraparte Central)
CDS	Credit Default Swaps (Derivativos de Inadimplência de Crédito)
CEA	Commodity Exchange Act (Estados Unidos da América)
CED	Central de Exposição a Derivativos
CEF	Conselho de Estabilidade Financeira
CETIP	CETIP S.A. - Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos
CFIM	FSB's Coordination Framework for Implementation Monitoring (Estrutura de Coordenação para Monitoramento de Implementação do FSB)
CMN	Conselho Monetário Nacional (Brasil)
CPMI	Committee on Payment and Market Infrastructures (Comitê sobre Pagamentos e Infraestruturas de Mercado)

CPSIPS	Core Principles for Systemically Important Payment Systems (Princípios Fundamentais para Sistemas de Pagamentos Sistemicamente Importantes)
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems (Comitê sobre Pagamentos e Sistemas de Liquidação)
CVM	Comissão de Valores Mobiliários (Brasil)
DCO	Derivatives Clearing Organization
DMA	Direct Market Access (Acesso Direto ao Mercado)
Dood-Frank Act	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Estados Unidos da América)
D-SIB	Domestic Systemically Important Banks (Bancos Nacionais Sistemicamente Importantes)
DTCC	Depository Trust & Clearing Corporation
EBA	European Banking Authority (Autoridade Europeia de Supervisão Bancária)
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority (Autoridade Europeia de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensão)
EMDE	Emerging Markets and Developing Economies (Mercados Emergentes e Economias em Desenvolvimento)
EMIR	European Market Infrastructure Regulation (Regulação Europeia sobre Infraestrutura de Mercado)
ESA	European Supervisory Authorities (Autoridades Europeias de Supervisão)
ESCB	European System of Central Banks (Sistema Europeu de Bancos Centrais)
ESMA	European Securities and Markets Authority (Autoridade Europeia para Valores Mobiliários e Mercados)
EU	Europena Union (União Europeia)
EUA	Estados Unidos da América
FAO	Food and Agriculture Organization (Organização de Alimentos e Agricultura)
FATF	Financial Action Task Force (Força-Tarefa de Ação Financeira)
Febraban	Federação Brasileira dos Bancos
FIA	Futures Industry Association, Inc (Associação da Indústria de Contratos Futuros)
Fintech	Financial Technology (Tecnologia financeira)
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSF	Financial Stability Forum (Fórum de Estabilidade Financeira)
FSAP	Financial Sector Assessment Program (Programa de Avaliação do Setor Financeiro)
FSB	Financial Stability Board (Conselho de Estabilidade Financeira)
FX	Foreign Exchange (Câmbio)
G8	Grupo dos 8
G10	Grupo dos 10
G20	Grupo dos 20
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles (Princípios Contábeis Geralmente Aceitos)
GATS	General Agreement on Trade in Services (Acordo Geral sobre Comércio de Serviços)

G-SIFI	Global Systemically Important Financial Institutions (Instituições Financeiras Globais Sistemicamente Importantes)
IAS	International Association of Insurance Supervisors (Associação Internacional de Reguladores de Seguros)
IASB	International Accounting Standards Board (Conselho de Normas Contábeis Internacionais)
ICC	International Chamber of Commerce (Câmara Internacional do Comércio)
ICMA	International Capital Market Association (Associação Internacional do Mercado de Capitais)
ICS	Insurance Capital Standard (Padrão de Capital de Seguros)
IMF	International Monetary Fund (Fundo Monetário Internacional)
IOSCO	International Organization of Securities Commissions (Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários)
ISDA	International Swap and Derivatives Association, Inc. (Associação Internacional de Swaps e Derivativos)
ISLA	International Securities Lending Association (Associação Internacional de Empréstimo de Valores Mobiliários)
ILO	International Labour Organization
MiFIR	Markets in Financial Instruments Reform (Reforma dos Mercados em Instrumentos Financeiros)
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Diretiva sobre Mercados de Instrumentos Financeiros)
MFN	Most-Favoured-Nation (Nação Mais Favorecida)
MoU	Memorandum of Understanding (Acordo de Cooperação)
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico)
OIT	Organização Internacional do Trabalho
OMC	Organização Mundial do Comércio
ONU	Organização das Nações Unidas
OTC	Over-the-counter (balcão)
PFMI	Principles for Financial Market Infrastructures (Princípios para Infraestruturaas do Mercado Financeiro)
QCCP	Qualifing Central Counterparty (Contraparte Central Qualificada)
RBA	Reserve Bank of Australia
RCCP	Recommendations for Central Counterparties (Recomendações para Contrapartes Centrais)
RSSS	Recommendations for Securities Settlement Systems (Recomendações para Sistemas de Liquidação de Valores Mobiliários)
SEA	Security and Exchange Act (Estados Unidos da América)
SIFI	Systemically Important Financial Institutions (Instituições Financeiras Sistemicamente Importantes)
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association (Associação Internacional da Indústria de Valores Mobiliários e Mercados Financeiros)
SPB	Sistema de Pagamentos Brasileiro
TR	Trade Repository (Repositório de Transações)

UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development (Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento)
US	The United States of America
US CFTC	United States Commodity Futures Trading Commission (Comissão de Transações de Contratos Futuros de Mercadorias dos Estados Unidos da América)
US$	Dolar Norte-Americano (Estados Unidos da América)
US FINRA	United States Financial Industry Regulatory Authority (Autoridade Regulatória da Indústria Financeira dos Estados Unidos da América)
US SEC	United States Securities and Exchange Commission (Comissão de Valores Mobiliários e Bolsas dos Estados Unidos da América)
WB	World Bank
WBO	World Business Organization (Instituição dos Negócios Internacionais)

SUMÁRIO

1 CONTEXTUALIZAÇÃO INTRODUTÓRIA ECONÔMICA E REGULATÓRIA INTERNACIONAL DO TEMA – DIREITO REGULATÓRIO INTERNACIONAL E A ORIGEM DA OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CONTRAPARTE CENTRAL PARA COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE OBRIGAÇÕES DECORRENTES DE DERIVATIVOS DO MERCADO DE BALCÃO.....20
1.1 REUNIÕES DE CÚPULA DO G20 SOBRE MERCADOS FINANCEIROS E ECONOMIA MUNDIAL 20
1.2 PARTICIPANTES RELEVANTES NAS REUNIÕES DE CÚPULA DO G20 22
1.2.1 Chefes de Estados e Regulação Nacional 22
1.2.2 Instituições Multilaterais.....25
1.2.3 Grupos Intergovernamentais.....25
1.2.4 Reguladores Funcionais.....26
1.3 ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE.....34
1.4 FINANCIAL ACTION TASK FORCE (FATF) E PARIS CLUB.....35
1.5 FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB).....35
1.6 UNIÃO EUROPEIA 36
1.7 ASSOCIAÇÕES COMERCIAIS.....36
1.8 ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DO COMÉRCIO - OMC 36
1. 9 INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE - ICC 40
1.10 ACORDOS BILATERAIS.....40
1.11 REDE DE COOPERAÇÃO INTERNACIONAL (*INTERNATIONAL NETWORKING*).....42
1.12 REUNIÃO DO G20 E DECISÕES RELEVANTES.....45
1.12.1 Primeira Reunião – Washington, D.C., novembro de 2008 46
1.12.2 Segunda reunião – Londres, abril de 2009 48
1.12.3 Terciera reunião – Pittsburgh, setembro de 2009.....50
1.12.4 Quarta reunião – Toronto, junho de 2010 52
1.12.5 Quinta reunião – Seoul, novembro de 2010.....54
1.12.6 Sexta reunião – Cannes, novembro de 2011 56
1.12.7 Sétima reunião – Los Cabos, junho de 2012.....60

1.12.8 Oitava reunião – Saint Petersburg, setembro de 2013 64
1.12.9 Nona reunião – Brisbane, novembro de 2014 68
1.12.10 Décima reunião – Antalya, novembro de 2015 70
1.12.11 Décima primeira reunião – Hangzhou, setembro de 2016 72
1.12.12 Décima segunda reunião – Hamburgo, julho de 2017 75
1.12.13 Próximas reuniões, Argentina (2018), Japão (2019) e Arábia Saudita (2020) 76
1.13 Balanço dos resultados até abril de 2017 76
2 DIREITO REGULATÓRIO INTERNACIONAL E A OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CONTRAPARTE CENTRAL PARA COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE OBRIGAÇÕES DECORRENTES DE DERIVATIVOS DO MERCADO DE BALCÃO - CARACTERÍSTICAS DO MERCADO OBJETO DA ANÁLISE E SUA RELAÇÃO COM O DIREITO REGULATÓRIO INTERNACIONAL 80
2.1 MERCADO FINANCEIRO 85
2.2 MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO 95
2.2.1 Derivativos 95
2.2.2 Mercado de balcão 98
2.2.3 Características do mercado de derivativos de balcão 99
2.2.4 Principais tipos de derivativos do mercado de balcão 101
2.2.5 Participantes relevantes 102
3 CARACTERÍSTICAS DO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO: ANÁLISE ESPECÍFICA DA OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO QUE ATUE COMO CONTRAPARTE CENTRAL PARA O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO 103
3.1 O CASO BRASILEIRO DA LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO ESPECÍFICAS SOBRE CÂMARAS DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO 104
3.1.1 Lei n. 10.214 104
3.2 A ATUAÇÃO DO CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL E DO BANCO CENTRAL DO BRASIL 109
3.2.1 Resolução n. 2.882 e Circular n 3.057 109
3.3 A IMPORTÂNCIA DA NATUREZA DOS NEGÓCIOS NO CASO BRASILEIRO 111
3.4 A AVALIAÇÃO DO REGISTRO DE DERIVATIVO EM CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO A PARTIR DA ANÁLISE DE DUAS PERSPECTIVAS DIFERENTES: DO PONTO DE VISTA DA REGULAÇÃO DA

INFRAESTRUTURA DO MERCADO FINANCEIRO E DO PONTO DE VISTA DA REGULAÇÃO DO PRODUTO ANALISADO 113
3.5 ANÁLISE REGULATÓRIA DOS TIPOS DE DERIVATIVOS REGISTRADOS E NEGOCIADOS NO MERCADO DE BALCÃO BRASILEIRO 115
3.6 APLICAÇÃO DOS PFMI PELAS AUTORIDADES COMPETENTES BRASILEIRAS E A SUA RELEVÂNCIA PARA A MANUTENÇÃO DO BRASIL NO CENÁRIO FINANCEIRO INTERNACIONAL 116
4 CARACTERÍSTICAS DO MERCADO FINANCEIRO REGIONAL DA UNIÃO EUROPEIA: ANÁLISE ESPECÍFICA DA OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO QUE ATUE COMO CONTRAPARTE CENTRAL PARA O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO 129
4.1 REGULATION (EU) NO 648/2012 (EUROPEAN MARKET INFRASTRUCTURE REGULATION – EMIR) 129
4.2 DESCRIÇÃO DOS DERIVATIVOS ABRANGIDOS PELO EMIR 134
4.3 OBRIGAÇÃO PREVISTA NO EMIR DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE DERIVATIVOS DE FORMA CENTRALIZADA, SUA DELIMITAÇÃO E O CONTEXTO DE SUA CRIAÇÃO 135
4.4 RECONHECIMENTO PELAS AUTORIDADES EUROPEIAS DE CONTRAPARTE CENTRAL ESTABELECIDA FORA DA UNIÃO EUROPEIA PARA PRESTAR SERVIÇOS DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE DERIVATIVOS 141
5 CARACTERÍSTICAS DO MERCADO FINANCEIRO DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA: ANÁLISE ESPECÍFICA DA OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO QUE ATUE COMO CONTRAPARTE CENTRAL PARA O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO 146
5.1 CONCEITO DE *SWAP* 147
5.2 CONCEITO DE DERIVATIVES CLEARING ORGANIZATIONS (DCO) 152
5.3 CONCEITO DE SECURITY-BASED SWAPS 153
5.4 TRATAMENTO DA *EXTRATERRITORIALIDADE* DOS SWAPS PELO DODD-FRANK ACT 154
5.5 OS CREDIT DEFAULT SWAPS 155
5.6 DELEGAÇÃO DE ESTUDOS À CFTC E À SEC PARA ENTENDIMENTO DO CONTEXTO INTERNACIONAL DOS SWAPS 155

5.7 RELATÓRIO CFTC E SEC – JANEIRO DE 2012 156
5.8 DISPOSIÇÕES RELEVANTES DO DODD-FRANK ACT 165
5.9 REGRAS CFTC (2012) 167
5.10 REGRAS SEC (2012) 169
5.11 SECTION 722 DO DODD-FRANK ACT: JURISDIÇÕES RELEVANTES 169
6 CARATERÍSTICAS DO MERCADO FINANCEIRO DA AUSTRÁLIA: ANÁLISE ESPECÍFICA DA OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO QUE ATUE COMO CONTRAPARTE CENTRAL PARA O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO 171
6.1 CONTEXTO REGULATÓRIO INTERNACIONAL 171
6.2 REAÇÃO AUSTRALIANA PARA AS RECOMENDAÇÕES DO G20: A ALTERAÇÃO LEGISLATIVA E CRIAÇÃO DA NOVA REGRA 172
6.3 BENEFÍCIOS DA IMPLEMENTAÇÃO DAS REGRAS AUSTRALIANAS 177
6.4 PREVISÕES RELEVANTES DA LEGISLAÇÃO AUSTRALIANA 178
6.4.1 Conceito de swap 178
6.4.2 Conceito de *Clearing Entity* 178
6.4.3 Alterações no *Corporations Regulations* 2001 179
6.4.4 Conceito de mercado de derivativos OTC 180
7 ANÁLISE COMPARADA DOS ARCABOUÇOS JURÍDICOS DO BRASIL, DA UNIÃO EUROPEIA, DOS ESTADOS UNIDOS E DA AUSTRÁLIA EM RELAÇÃO À OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO QUE ATUE COMO CONTRAPARTE CENTRAL PARA O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO 181
7.1 CONCEITO DE CONTRATO DERIVATIVO E MERCADOS REGULAMENTADOS 181
7.2 APROVAÇÃO PRÉVIA DA CVM DOS CONTRATOS DERIVATIVOS PADRONIZADOS 186
7.3 REGULAÇÃO APLICADA ÀS CONTRAPATES CENTRAIS 187
8 DIREITO REGULATÓRIO INTERNACIONAL E OS ARCABOUÇOS JURÍDICOS NACIONAIS E REGIONAIS EM RELAÇÃO À OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO QUE ATUE COMO CONTRAPARTE CENTRAL PARA O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO 188

8.1 A INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DO MERCADO FINANCEIRO NO DESENVOLVIMENTO DO DIREITO REGULATÓRIO INTERNACIONAL: INTERCONECTIVIDADE E TRANSGOVERNABILIDADE 191
8.2 COOPERAÇÃO REGULATÓRIA INTERNACIONAL: UMA NECESSIDADE PARA O MERCADO FINANCEIRO.....194
8.3 ELIMINAÇÃO DE CONFLITOS DE LEIS NO ESPAÇO É POSSÍVEL PARA O MERCADO FINANCEIRO GLOBAL? 197
8.4 PARTICIPAÇÃO DOS ESTADOS NO DESENVOLVIMENTO DO DIREITO REGULATÓRIO INTERNACIONAL.....201
8.5 REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO 212
8.6 ANÁLISE ECONÔMICA DA OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CONTRAPARTE CENTRAL PARA COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE OBRIGAÇÕES DECORRENTES DE OPERAÇÕES ENVOLVENDO DERIVATIVOS DO MERCADO DE BALCÃO SOB UMA PERSPECTIVA DOS MERCADOS EMERGENTES – ESPECIAL REFERÊNCIA AO BRASIL 214
8.6.1 Comparação entre os mercados de derivativos dos mercados economicamente emergentes e dos mercados considerados economicamente avançados.....219
8.6.2 Características do mercado financeiro brasileiro de derivativos negociados no mercado de balcão.....221
CONCLUSÕES 224
REFERÊNCIAS 227

1 CONTEXTUALIZAÇÃO INTRODUTÓRIA ECONÔMICA E REGULATÓRIA INTERNACIONAL DO TEMA – DIREITO REGULATÓRIO INTERNACIONAL E A ORIGEM DA OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CONTRAPARTE CENTRAL PARA COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE OBRIGAÇÕES DECORRENTES DE DERIVATIVOS DO MERCADO DE BALCÃO

A intenção desse capítulo é introduzir o tema dessa tese a partir da sua contextualização no cenário internacional, mencionando a forma como as regras, os termos, as condições envolvidas na obrigação de utilização de contraparte central para compensação e liquidação de uma obrigação decorrente de operações envolvendo contratos derivativos celebrados no mercado de balcão foram desenvolvidas. Busca-se, portanto, apresentar o surgimento dessa obrigação no contexto jurídico regulatório internacional, expondo, sobretudo, os principais motivos políticos e econômicos que ensejaram sua criação.

Os métodos dedutivo e indutivo foram utilizados para analisar essa obrigatoriedade de utilização de contraparte central na compensação e liquidação de operações financeiras envolvendo derivativos do mercado de balcão determinada primordialmente por regras de direito regulatório internacional. O método dedutivo foi o principal instrumento usado para a análise dos livros, artigos, periódicos e demais obras encontradas sobre o tema, bem como para o estudo das diferentes formas pelas quais o direito se apresenta no mercado financeiro global no que se refere à referida obrigatoriedade. O método indutivo foi aplicado para indicar as opiniões formadas a partir do escrutínio de normas e doutrina aplicáveis ao tema, sob uma perspectiva internacional.

1.1 REUNIÕES DE CÚPULA DO G20 SOBRE MERCADOS FINANCEIROS E ECONOMIA MUNDIAL

O ponto de partida da trajetória dessa obrigação é a discussão sobre mercados financeiros e economia mundial realizada nas reuniões de cúpula do Grupo dos 20 (G20)

exclusivamente sobre esse assunto a partir de 2008. No contexto da crise financeira de 2008[1], os líderes econômicos mundiais membros das 20 (vinte) maiores economias mundiais que compreendem o G20, quais sejam: África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, EUA, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia, Turquia e União Europeia[2], bem como os representantes oficiais de seus bancos centrais e as principais instituições financeiras internacionais, organizações internacionais e entidades e associações mais relevantes para esse contexto, perceberam que havia a necessidade de levar o assunto *mercados financeiros e economia mundial* para discussão prioritária na pauta de suas reuniões. Ademais, a partir de 2008, o G20 entendeu que o nível dessa discussão deveria ser elevado para os chefes de estados e governadores para que referida crise pudesse ser resolvida. A questão econômica precisou ser, portanto, administrada em um âmbito político e, sobretudo, com abrangência mundial de forma que essas discussões pudessem dar origem a uma nova forma de governança econômica internacional, levando em consideração a cooperação entre as nações envolvidas e, primordialmente, atingidas pela referida crise financeira mundial.

Essas discussões evoluíram e as reuniões de cúpula do G20 se tornaram o principal fórum de cooperação econômica internacional, uma vez que as principais economias mundiais envolvidas são sedes de riscos que devem ser mitigados para que não surtam efeitos que afetem todas as demais economias do mundo, assim como ocorreu durante a crise

---

[1] Essa tese não tem o objetivo de avaliar os motivos que causaram a crise financeira iniciada em 2007-2008 e suas características, incluindo as discussões realizadas em relação aos mercados de ações e de créditos, bem como os fatores de riscos, as lacunas regulatórias, a classificação de créditos, as agências relacionadas e os investimentos bancários abusivos. A esse respeito, no contexto das discussões internacionais oficiais publicadas, ver, por exemplo, UNITED STATES. FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION. *Financial Crisis Inquiry Report*, 2011; UNITED KINGDOM FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, 2009; THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EUROPEAN UNION. *Report*, 2009. Para análises e críticas mais genéricas, ver, por exemplo, BUCKLEY, R. P.; ARNER, D. W. *From Crisis to Crisis:* The Global Financial System and Regulatory Failure. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2011; UNITED STATES SENATE. Permanent Subcommittee on Investigations. Committee on Homeland Security and Governmental Affairs of the United States Senate. Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse. Report, Washington, D.C. 13 Apr. 2011. Disponível em: <https://www.hsgac.senate.gov/subcommittees/investigations/media/senate-investigations-subcommittee-releases-levin-coburn-report-on-the-financial-crisis>. Acesso em 15 out. 2017. GOODHART, Charles. The background to the 2007 financial crisis. In: THE REGULATORY Response to the Financial Crises. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2010. p. 9-29. No contexto australiano, foram publicadas, por exemplo, as seguintes análise e críticas: GRUEN, D. Reflections on the Global Financial Crisis. *Economic Roundup*, [Canberra, A.C.T.] Issue 2, p. 51-65, 2009; LAKER, J. The Global Financial Crisis: Lessons for the Australian Financial System. *Australian Economic Forum*, Sydney, 19 de Aug. 2009; D'ALOISIO, A. Responding to the Global Financial Crisis: The ASIC Story. *The Trans-Tasman Business Circle*, 30 nov. 2010.

[2] A União Europeia, no G20, foi representada pelo Banco Central Europeu e o Conselho Europeu até 2008, quando começou a ser representada também pela Comissão Europeia.

financeira mundial de 2007. São nessas jurisdições onde os mercados financeiros têm maior relevância internacional em termos de números e valores de operações realizadas e de participantes envolvidos, incluindo poupadores e investidores.

As conclusões do G20 estabelecidas nos documentos oficiais publicados ao final de cada uma de suas reuniões de cúpula possuem grande força política e ditam as ações a serem tomadas pelos Estados Membros e Estados envolvidos nas discussões, bem como pelas organizações internacionais. Podem, portanto, ser consideradas relevantes para o direito internacional em seu sentido amplo, devendo ser estudadas em conjunto com as demais normas que se relacionam com o mercado global de ativos financeiros e valores mobiliários. A proposta aqui não é tornar menos relevante as legislações nacionais nesse contexto, mas apenas limitar o escopo de análise e demonstrar, como será visto nos casos de Brasil, União Europeia, Estados Unidos da América e Austrália, o quanto se faz necessário estudar essas decisões da cúpula do G20 aplicáveis a esse mercado de uma forma voltada para as relações econômicas e políticas mundiais presentes no mundo hoje, sobretudo, na específica maneira em que se manifestam para a obrigação de utilização de contraparte central no âmbito do mercado de derivativos.

1.2 PARTICIPANTES RELEVANTES NAS REUNIÕES DE CÚPULA DO G20

Os principais participantes das reuniões de cúpula do G20 são os chefes de Estados, mas não se pode olvidar de todos os envolvidos nas discussões realizadas nessas reuniões, tampouco da forma interconectada que se relacionam: essa interconectividade entre os participantes relevantes do cenário regulatório internacional é que é essencial para o entendimento da relevância das decisões dessas reuniões e, assim, para compreender a origem da obrigação de utilização de contraparte central para compensar e liquidar operações de derivativos de balcão.

1.2.1 Chefes de Estados e Regulação Nacional

Os governos nacionais, portanto, são os principais reguladores das operações internacionais envolvendo ativos financeiros e valores mobiliários atualmente e os

responsáveis pelo desenvolvimento de políticas internacionais pertinentes[3]. É notório que todo país tem uma dimensão internacional para a regulação econômica doméstica, basta considerar, por exemplo, as disposições legislativas relacionadas ao estabelecimento de filiais ou subsidiárias de bancos estrangeiros no território nacional, assim como ao reconhecimento de infraestruturas de mercado financeiro que atuam em países estrangeiros (i.e., no contexto de análise dessa tese, as câmaras de compensação e liquidação que atuam como contrapartes centrais administradas pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão[4] não estabelecidas na Europa, mas que lá tem interesse em atuar). Dessa forma, o país que recebe pedidos originários de entidades privadas estrangeiras se preocupa com a proteção das pessoas – físicas e jurídicas – domiciliadas em seu território que vão utilizar dos serviços financeiros providos por essas entidades estrangeiras para a guarda de seus recursos financeiros ou em ativos financeiros e valores mobiliários, bem como com o impacto concorrencial nos bancos doméstico ou o impacto sistêmico de inadimplência dos bancos estrangeiros e câmaras de compensação e liquidação que atuam como contrapartes centrais.

No caso de filiais ou subsidiárias, o país em que se estabelece a sede está responsável por manter o banco seguro e saudável, mas o custo de o país em que está estabelecida a sede não o fazer pode gerar efeitos substanciais no país em que a filial ou subsidiária está estabelecida. Em relação ao mercado financeiro, por exemplo, se um emissor estrangeiro emite ativos ao mercado publicamente em um país destino, os investidores desse país destino podem estar sujeitos a riscos de mercado, de crédito, legais e de liquidez do mercado destino e não do mercado em que o emissor está estabelecido. Por essa razão que determinados países geralmente exigem que essas ofertas públicas de ativos sejam também registradas nos países destino, de forma que o regulador local possa avaliar e ditar regras de proteção ao investidor, nesse caso. Ademais, alguns riscos envolvidos nessa oferta pública, por exemplo, estão relacionados a tratamentos tributários e fiscais, os quais podem ser diferentes para mercados distintos, exigindo legislação especial no país de origem[5].

---

[3] Cf. SCOTT, Hal S. International Finance: Rule Choices for Global Financial Markets. In: GUZMAN, Andrew T.; SYKES, Alan O. (Ed.). *Research Handbook in International Economic Law*. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2007. p. 361-417. p. 363.

[4] Antiga BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

[5] Cf. SCOTT, Hal S. International Finance: Rule Choices for Global Financial Markets. In: GUZMAN, Andrew T.; SYKES, Alan O. (Ed.). *Research Handbook in International Economic Law*. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2007. p. 364. Ver também SCOTT, Hal S. Internationalization of Primary Public Securities Markets. *Law and Contemporary Problems*, Durham, N.C., v. 63, n. 3, 2000. SCOTT, Hal S. The Future Content of the U.S Securities Laws. *Law and Contemporary Problems*, Durham, N.C., p. 71-104, Summer, 2000.

No caso do reconhecimento de câmaras de compensação e liquidação que atuam como contrapartes centrais em países terceiros para o fim de caracterizá-las como contrapartes centrais qualificadas (QCCP) e, assim, diminuir o aporte de capital exigido para fins das regras constantes do Acordo de Basileia III[6] das instituições financeiras que assumem risco perante essas câmaras, o país onde estão localizadas essas câmaras que não atuar no sentido de ter sua legislação equivalente às normas do país onde estão localizadas referidas instituições financeiras terá o potencial risco de inviabilizar investimentos estrangeiros, já que o aporte de capital exigido nas regras de Basileia III é alto o suficiente para se chegar a essa inviabilidade econômica. De acordo com as regras de Basileia III, a exigência de capital seria 1250% maior que para uma exposição de risco a uma QCCP. A interconexão aqui exposta para mercados financeiros e regulação prudencial relativa a requerimento de capital mínimo soma-se à dinâmica de operações financeiras apresentadas no parágrafo anterior. Essa relação operações financeiras do mercado de capitais e a governança prudencial das atividades financeiras está sempre voltada para duas frentes relativamente opostas, mas que são essenciais para o controle do mercado. Enquanto que do ponto de vista de desenvolvimento econômico do mercado financeiro há a intenção de ter maior liberdade de inovação, uso de novas tecnologias e aumento da participação de mercado, do outro lado, há a necessidade (do ponto de vista prudencial) de restringir essa liberdade, de forma a mitigar riscos inerentes do mercado financeiro, com o fim de proteger a solidez do mercado e o desenvolvimento econômico.

Nesse ponto, cabe mencionar o quanto é importante verificar a dificuldade de se desenvolver um mercado financeiro global com muitas regras diferentes ao redor do mundo, geradas a partir de diferentes jurisdições. Enquanto se cria um produto em um determinado local a partir de regras desse local, esse mesmo produto precisa ser avaliado posteriormente por advogados de outra jurisdição e aprovados por reguladores desse outro local, para que possa também ser ali ofertados e negociados. Soma-se a essa dificuldade, uma vasta quantidade de diferentes reguladores em um único país, que também é motivo para dificultar os casos envolvendo a regulação de operações e instituições estrangeiras. Por exemplo, operações realizadas dentro e fora da União Europeia podem ser reguladas tanto por

6 Para informações sobre o acordo de Basileia III ver BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Basel III: international regulatory framework for banks. Disponíel em: <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm?m=3%7C14%7C572>. Acesso em: 23 jun. 2017. Para avaliar a atuação do Brasil em relação ao Acordo de Basileia III ver BRASIL. Banco Central do Brasil. *Recomendações de Basileia*: Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/fis/supervisao/basileia.asp>. Acesso em: 23 jun. 2017.

reguladores locais dos países membros da União Europeia como também pelo próprio regulador da União Europeia. Ademais, os reguladores de bancos, companhias de seguros e instituições financeiras de intermediação, bem como os emissores de ativos financeiros e valores mobiliários podem ser diferentes. Essa situação problemática é enfrentada pela maioria dos países que procuram coordenar políticas mútuas e, assim, complementam a relevância dos governos nacionais nesse contexto regulatório internacional.

1.2.2 Instituições Multilaterais

Além dos próprios países em si, outras entidades estão envolvidas no contexto jurídico international, quais sejam, as instituições de caráter multilateral e financeiro internacional como, por exemplo, o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial, que se destacam entre os principais atores do cenário internacional econômico e financeiro. Ambos foram estabelecidos em 1944. Enquanto o FMI é primordialmente controlado por países com economias avançadas, com os Estados Unidos da América como *primus inter pares*, foi criado para ajudar países membros a manterem as taxas de câmbio acordadas. Entretanto, com o abandono das taxas cambiais fixas em 1972, sua missão mudou para lidar com problemas financeiros de países em desenvolvimento e promulgação de padrões internacionais[7].

1.2.3 Grupos Intergovernamentais

Ademais, os grupos intergovernamentais são importantes nesse contexto, que são muitos, e, exemplificativamente, citamos o *G8* e o *G20*, cuja importância prevalece sobre os demais, embora todos estejam relacionados à formulação de políticas que fundamentam lei e regulação coordenada internacionalmente. Assim como o G20, já exposto acima, o G8 é composto pelos oito países com economias industriais mais importantes no cenário econômico financeiro internacional, quais sejam: Alemanha, Canadá, EUA, França, Itália, Japão, Reino Unido e Rússia. O G8 mantém discussões econômicas anuais no nível de chefes de Estados e encontros preparatórios no âmbito dos ministros de Estados. Esses encontros formulam políticas públicas importantes como, por exemplo, o perdão de dívidas para países

[7] Sobre FMI e Banco Mundial, ver, sobretudo, STIGLITZ, Joseph E. *The Stiglitz Report Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Global Crisis.* New York; Londo: The New Press, 2010.

massivamente devedores e muito pobres que ocorreu no encontro de 2005 por meio de ações de instituições internacionais ou iniciativas soberanas estatais[8].

1.2.4 Reguladores Funcionais

Por sua vez, também se inserem nesse contexto, os reguladores chamados *funcionais*[9], que também exercem papel importante para o cenário internacional econômico e financeiro atual. São os reguladores funcionais figuras cada vez mais importantes nesse contexto, já que atuam em nível mais técnico que o G8 e G20, sendo os mais importantes o *Banking Supervision Committee* (the *Basel Committee*) e o *Committe on Payment and Market Infrastructures* (CPMI), ambos do *Bank for International Settlements* (BIS), a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), a *International Association of Insurance Supervisor* (IAIS) e a *International Accounting Standards Board* (IASB).

O Comitê de Basileia se desenvolveu de certa forma que apresenta a maior influência nos reguladores funcionais internacionais com um resultado da formulação de padrões de adequação de capital das entidades financeiras atuantes em um mercado financeiro. Sua criação ocorreu em 1988, sendo substancialmente revisado em junho de 2004, após uma atuação dos bancos que possuíam uma atividade internacional muito forte pertencente aos países do G10, quais sejam: Bélgica, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Luxemburgo, Holanda, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos. Esses padrões formulados em 2004 foram adotados por mais de 100 (cem) países ao redor do mundo. Ademais, o Comitê de Basileia formulou princípios centrais (em inglês, *core principles*) para uma efetiva regulação bancária e recuperação e liquidação bancária que tivesse alocação de responsabilidade entre dois países diferentes – país em que se encontra a sede da entidade provedora de serviços financeiros e o país em que se encontra a filial dessa entidade.

Por sua vez, a IOSCO formulou exigências mínimas de divulgação de informações financeiras para emissores de ativos financeiros e valores mobiliários (emissão pública), elaborados após exigências dos Estados Unidos, os quais foram adotados nos Estados Unidos, na Europa e no Japão. A *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS)

[8] Cf. SCOTT, Hal S. International Finance: Rule Choices for Global Financial Markets. In: GUZMAN, Andrew T.; SYKES, Alan O. (Ed.). *Research Handbook in International Economic Law*. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2007. p. 361-417. p. 364.
[9] Ibid., p. 365.

também criou padrões mínimos e princípios centrais aplicáveis a companhias de seguro e produtos que foram desenvolvidos ao redor do mundo.

Soma-se a lista indicada acima, a atuação conjunta dos reguladores funcionais, muito importante nesse contexto interconectado do cenário internacional. O BIS e a IOSCO, por exemplo, em 2012, lançaram os princípios para as infraestruturas de mercado financeiro, os quais foram implementados em diversos países do mundo e utilizados para a elaboração de regulação doméstica, como os casos do Brasil, União Europeia, EUA e Austrália, como se verá adiante no contexto da reforma do mercado de derivativos.

A atuação, nesse contexto, do BIS e da IOSCO, é, assim, de extrema importância, uma vez que trazem, para o novo direito regulatório internacional, os princípios e recomendações a serem seguidos por todos os participantes do chamado sistema financeiro global. Não se pode olvidar, portanto, de expor a reformulação realizada nesses dois órgãos internacionais que desde antes da crise de 2007 já auxiliam no desenvolvimento do sistema financeiro mundial, mas que, como todo o sistema, tiveram que se adaptar às novas necessidades que o mercado passou a exigir.

Tanto o BIS como a IOSCO são entidades internacionais cujos membros são as autoridades regulatórias nacionais que cooperam em uma esfera internacional relacionada com a regulação financeira internacional e mercado de capitais internacional.

O BIS foi estabelecido em 1930 em Basileia, na Suíça, sendo uma organização internacional criada por meio de um tratado internacional, qual seja o *The Hague Agreement* (1930) e seus membros são os bancos centrais e autoridades monetárias de praticamente todo o mundo[10].

[10] O capital do BIS é detido pelos bancos centrais apenas. 60 bancos centrais e autoridades monetárias são atualamente membros do BIS e têm direito de voto e representação nas Assembleias Gerais: Bank of Algeria, Central Bank of Argentina, Reserve Bank of Australia, Central Bank of the Republic of Austria, National Bank of Belgium, Central Bank of Bosnia and Herzegovina, Central Bank of Brazil, Bulgarian National Bank, Bank of Canada, Central Bank of Chile, People's Bank of China, Bank of the Republic (Colombia), Croatian National Bank, Czech National Bank, Danmarks Nationalbank (Denmark),Bank of Estonia, European Central Bank, Bank of Finland, Bank of France, Deutsche Bundesbank (Germany), Bank of Greece, Hong Kong Monetary Authority, Magyar Nemzeti Bank (Hungary), Central Bank of Iceland, Reserve Bank of India, Bank Indonesia, Central Bank of Ireland, Bank of Israel, Bank of Italy, Bank of Japan, Bank of Korea, Bank of Latvia, Bank of Lithuania, Central Bank of Luxembourg, National Bank of the Republic of Macedonia, Central Bank of Malaysia, Bank of Mexico, Netherlands Bank, Reserve Bank of New Zealand, Central Bank of Norway, Central Reserve Bank of Peru, Bangko Sentral ng Pilipinas (Philippines), National Bank of Poland, Bank of Portugal, National Bank of Romania, Central Bank of the Russian Federation, Saudi Arabian Monetary Agency, National Bank of Serbia, Monetary Authority of Singapore, National Bank of Slovakia, Bank of Slovenia, South African Reserve Bank, Bank of Spain, Sveriges Riksbank (Sweden), Swiss National Bank, Bank of Thailand, Central Bank of the Republic of Turkey, Central Bank of the United Arab Emirates, Bank of England, Board of Governors of the Federal Reserve System (United States). BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT. *BIS members central banks*. Disponível em: <http://www.bis.org/about/member_cb.htm?m=1%7C2%7C601>. Acesso em: 1 jun. 2015.

A missão do BIS é servir os bancos centrais em seus objetivos de busca por uma estabilidade financeira e monetária, fomentar a cooperação internacional nessas áreas e atuar como um banco para os bancos centrais. A fundação do BIS foi baseada na crise de 1930-39 e seu desenvolvimento é também relacionado com outras crises mundiais, como, por exemplo, a Segunda Guerra Mundial (1939-1948). Também está relacionado com o conceito de um fórum para cooperação monetária europeia (1947-93), bem como com as atividades globais desde 1961 e na nova arquitetura financeira desde 1997. O papel e a evolução do BIS existem desde a sua fundação com base na cooperação internacional[11].

Seguindo os passos do BIS, a IOSCO é o órgão internacional que reúne os reguladores do mercado de valores mobiliários de todo o mundo e é reconhecido como o gerador de padrões a serem seguidos por todos os setores do mercado de valores mobiliários[12]. A IOSCO desenvolve, implementa e promove aderência a padrões reconhecidos internacionalmente para a regulação do mercado de valores mobiliários. Sua

[11] Ver TONIOLO, G. *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements, 1930-1973*. Cambridge-New York: Cambridge University Press, 2005; BORIO, C.; TONIOLO, G.; CLEMENT, P. (Ed.). *Past and future of central bank cooperation*. Cambridge; New York: Cambridge University Press, 2008; LEFORT, D. (Ed). Bank for International Settlements (BIS), Basel, Switzerland. In: INTERNATIONAL Encyclopaedia of Laws: Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2009; JAMES, H. *Making the European Monetary Union*: the role of the Committee of Central Bank Governors and the origins of the European Central Bank. Cambridge; London: The Belknap Press of Harvard University Press, 2012.

[12] Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. About IOSCO. Disponível em: <http://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco>. Acesso em: 1 jun. 2015.

atuação é intensa no G20[13] e no FSB[14] no que se refere à agenda de reforma financeira global criada a partir de 2008.

A IOSCO foi estabelecida em 1983 e seus membros regulam mais de 95% de todo o mercado de valores mobiliários mundial compreendendo mais que 115 jurisdições, considerando mais de 75% de seus membros formados por reguladores do mercado de valores mobiliários de mercados emergentes[15].

O documento intitulado de *The IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation* foi endossado pelo G20 e pelo FSB como o documento contendo os padrões relevantes na área do mercado de valores mobiliários. Eles são considerados princípios nodulares que guiam a IOSCO no desenvolvimento e na implementação de padrões de regulação, supervisão e *enforcement* consistentes e internacionalmente reconhecidos. Esses padrões formam a base para a avaliação do setor de valores mobiliários pelo *Financial Sector Assessment Programs* (FSAPs) do *International Monetary Fund* (IMF) e *World Bank.* Fornecendo uma assistência, educação e treinamento e pesquisa de alta qualidade técnica, a IOSCO procura construir mercado de capital global sólido e uma estrutura regulatória global robusta[16].

---

[13] "Cf. G20. Argentina, 2018. Disponível em: <https://www.g20.org/es/g20/que-es>. Acesso em: 3 jan. 2018. O site do G20 é adaptado de acordo com a sua presidência, a qual se altera de acordo com o local da subsequente reunião agendada. Tendo em vista que a próxima reunião será realizada na Argentina, em 2018, essa está com a missão de presidir a próxima reunião do G20, para a qual o site se encontra voltado. O G20 tem hoje o papel de fórum de discussão para as maiores economias mundiais que buscam o desenvolvimento de políticas globais relacionadas com os desafios mais urgentes atualmente. Para o contexto de análise dessa tese, as reuniões a partir de 2008 tiveram como urgência a discussão da solução da crise financeira global daquela época. São membros do G20 os 19 países indicados a seguir e a União Europeia: África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Alemanha, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, EUA, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia e Turquia. Os membros do G20 representam todos os continentes habitados, 85 por cento da produção econômica global, dois terços da população mundial, 75 por cento do comércio internacional e 80 por cento de todo o investimento feito no mundo atualmente. A formulação de políticas do G20 é enriquecida com a participação de organizações internacionais importantes regularmente convidadas para reuniões do G20, incluindo a IOSCO e o BIS, países convidados a critério do presidente e grupos de engajamento compostos por diferentes setores da sociedade civil. O G20 nasceu de uma reunião dos ministros das finanças do G7 e dos governadores dos bancos centrais em 1999, que viu a necessidade de um organismo mais inclusivo com uma representação mais ampla para ter um impacto maior no enfrentamento dos desafios financeiros mundiais. O G7 convidou os principais mercados - desenvolvidos e emergentes - a formar um novo fórum de nível ministerial: o G20. Em 2008, em meio à crise financeira global, o mundo viu a necessidade de uma nova construção de consenso ao mais alto nível político. Desde então, as reuniões do G20 contaram com a presença de chefes de estado ou de governo, e o G20 foi fundamental para orientar o curso por meio da turbulência econômica e na estabilização da economia mundial daquela época. Desde então, sua agenda se expandiu para incluir questões adicionais que afetam mercados financeiros, comércio e desenvolvimento."

[14] Cf. <http://www.fsb.org/what-we-do/implementation-monitoring/progress-reports-to-the-g20/>. Acesso em: 3 jan. 2018.

[15] Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. About IOSCO. Disponível em: <http://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco>. Acesso em: 1 jun. 2015.

[16] Ibid. Informações adicionais estão disponíveis no site oficial da IOSCO, como *the IOSCO Objective*s and its background: "***IOSCO members have resolved: to cooperate in developing, implementing and promoting***

Além da cooperação internacional das autoridades regulatórias de cada um dos membros que compõem o BIS e a IOSCO há a cooperação (i.e. trabalho conjunto) para propósitos mútuos comuns como, por exemplo, a identificação de riscos envolvendo infraestruturas do mercado financeiro, contratos derivativos e a correspondente regulação.

As infraestruturas do mercado financeiro facilitam a compensação, a liquidação e a identificação (i.e. arquivo) de operações financeiras como, por exemplo, os pagamentos, valores mobiliários e contratos derivativos, incluindo os derivativos de commodities (i.e. mercadorias). Uma vez seguras e eficientes, as infraestruturas do mercado financeiro contribuem para a manutenção e desenvolvimento da estabilidade financeira e crescimento econômico, mas vale notar que as infraestruturas do mercado financeiro concentram risco. Assim, se não administradas adequadamente, as infraestruturas do mercado financeiro podem ser as fontes de desastres financeiros como, por exemplo, deslocamento de liquidez e perdas de créditos ou, em uma maior proporção, podem esses desastres afetar não apenas o mercado financeiro doméstico como também o mercado financeiro internacional.[17]

---

adherence to internationally recognized and consistent standards of regulation, oversight and enforcement in order to protect investors, maintain fair, efficient and transparent markets, and seek to address systemic risks*; to enhance investor protection and promote investor confidence in the integrity of securities markets, through strengthened information exchange and cooperation in enforcement against misconduct and in supervision of markets and market intermediaries; and to exchange information at both global and regional levels on their respective experiences in order to assist the development of markets, strengthen market infrastructure and implement appropriate regulation.* […]. *IOSCO was created in 1983, when 11 securities regulatory agencies from North and South America agreed to build their inter-American regional association into an international cooperative body. A year later, securities regulators from France, Indonesia, Korea and the United Kingdom become the first non-American agencies to join the new organization. In July 1986, IOSCO held its annual conference in Paris, the first outside the Americas and where members agreed to create a permanent General Secretariat. In 1998 IOSCO adopted a comprehensive set of Objectives and Principles of Securities Regulation (IOSCO Principles), now recognized as the international regulatory benchmarks for all securities markets. In 2003 the organization endorsed a comprehensive methodology (IOSCO Principles Assessment Methodology). IOSCO employs this methodology to conduct an objective assessment of the level of implementation of the IOSCO Principles in members' jurisdictions and to help develop practical action plans to correct identified deficiencies. In 2002, IOSCO adopted a Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (IOSCO MMoU), which was designed to facilitate cross-border enforcement and exchange of information among international securities regulators. In 2005, IOSCO endorsed the IOSCO MMoU as the benchmark for international cooperation among securities regulators, and laid down a clear strategy and the objectives for expanding the network of IOSCO MMoU signatories by 2010. A top priority for IOSCO is for its members to achieve the effective implementation of the IOSCO Principles and the MMoU, thereby facilitating cross-border cooperation, mitigating global systemic risk, protecting investors and ensuring fair and efficient securities markets.*" (grifo do autor).

[17] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. International Organization Of Securities Commissions *Principles for Financial Market Infrastructures*. 2012. Disponível em: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf?>. Acesso em: 26 jun. 2015. E INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Public reports. Disponível em: <http://www.iosco.org/publications/?subsection=public_reports>. Acesso em: 26 jun. 2015. p 5.

Durante a crise financeira de 2007-8[18], alguns eventos envolvendo infraestruturas do mercado financeiro[19] foram considerados relevantes para uma efetiva e adequada administração de riscos pelo antigo *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS) of the BIS (atual *Committee on Payments and Market Infrastructures* - CPMI)[20] e o *Technical Committee* da IOSCO[21]. Esses eventos, somados à experiência de implementação de padrões internacionais existentes[22] mencionados a seguir levaram o BIS e a IOSCO a reverem e atuarem, a partir da delegação feita pelo FSB e G20, os padrões aplicáveis às infraestruturas do mercado financeiro e em 2012 publicaram juntos os *Principles for Financial Market Infrastructures* (PFMIs)[23]. O documento que apresenta os Princípios BIS-IOSCO (2012) também traz descrito seu desenvolvimento histórico:

> O antigo CPSS, em janeiro de 2001, publicou *the Core principles for systemically important payment systems (CPSIPS)*, que forneceu 10 princípios para a criação e o funcionamento seguros e eficientes de sistemas de pagamento com importância sistêmica. Esses princípios foram baseados essencialmente no *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the central banks of the Group of Ten*

[18] Para uma investigação empírica do papel das ações governamentais e intervenções na crise financeira que surgiu em agosto de 2007, ver: TAYLOR, John B. *The Financial Crisis and the Policy Responses:* An Empirical Analysis of What Went Wrong. *National Bureau of Economic Research*, n. 14631, Jan. 2009. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w14631.pdf>. Acesso em: 28 jun. 2016. John Taylor descreve e sumariza projetos de pesquisas empíricas em andamento com o objetivo de aprender com as políticas do passado. A evidência é apresentada em uma série de gráficos e tabelas que são sustentados por análises estatísticas desses projetos de pesquisa.

[19] De acordo com os Princípios BIS-IOSCO, página 5: "*FMIs play a critical role in the financial system and the broader economy. For the purposes of this report, the term FMI refers to systemically important payment systems, CSDs [Central Securities Depositorys], SSSs [Securities Settlement Systems], CCPs [Central Counterparties], and TRs [Trade Repositories]*. E nota de rodapé n. 2: "*In some cases, exchanges or other market infrastructures may own or operate entities or functions that perform centralised clearing and settlement processes that are covered by the principles in the report. In general, however, the principles in this report are not addressed to market infrastructures such as trading exchanges, trade execution facilities, or multilateral trade-compression systems; nonetheless, relevant authorities may decide to apply some or all of these principles to types of infrastructures not formally covered by this report*.".

[20] Para informações adicionais sobre o atual CPMI, ver BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *About the CPMI*. Disponível em: <http://www.bis.org/cpmi/info.htm?m=3%7C16%7C29>. Acesso em: 1 jun. 2015.

[21] Para informações adicionais sobre o *IOSCO Committees* ver <www.iosco.org>.

[22] BIS-IOSCO (2012), "*In this report, the term 'standards' is used as a generic term to cover all normative statements such as standards, principles, recommendations, and responsibilities. The use of this term is consistent with the past practice of indicating that the principles and responsibilities set out in this report are, or are expected to be, part of the body of international standards and codes recognised by the Financial Stability Board (formerly called the Financial Stability Forum) and international financial institutions*".

[23] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. International Organization Of Securities Commissions *Principles for Financial Market Infrastructures*. 2012. Disponível em: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf?>. Acesso em: 1 jun. 2015. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Public reports. Disponível em: <http://www.iosco.org/publications/?subsection=public_reports>. Acesso em: 1 jun. 2015. De acordo com os Princípios BIS-IOSCO (2012), os padrões mencionados nesse documento harmonizam e, conforme aplicável, fortalecem os padrões internacionais existentes para sistemas de pagamento (PS) que são sistemicamente importantes, depositários centrais de valores mobiliários (CSD), sistemas de liquidação de valores mobiliários (SSS), e contrapartes centrais (CCP). Os padrões revisados também incorporam orientações adicionais para derivativos do mercado de balcão (i.e. OTC *derivatives*) e repositário de transações (TR).

> *countries (also known as the Lamfalussy Report)*, que foi publicado em novembro de 1990. Os CPSIPS foram seguidos pelas *Recommendations for securities settlement systems (RSSS)*, que foram publicados conjuntamente pelo CPSS e pelo Comitê Técnico da IOSCO em novembro de 2001. Este relatório identificou 19 recomendações para promover a segurança e eficiência dos SSSs. O documento que o acompanhava, a *Assessment methodology for 'Recommendations for securities settlement systems'* foi posteriormente publicada em novembro de 2002. Em novembro de 2004, com base nas recomendações estabelecidas no RSSS, o CPSS e o Comitê Técnico da IOSCO publicaram as *Recommendations for central counterparties (RCCP)*. O RCCP compreendia 15 recomendações que abordaram os principais tipos de riscos enfrentados pelas CCP. Foi incluída no relatório uma metodologia para avaliar a observância de CCP de cada recomendação. Em janeiro de 2009, o CPSS e o Comitê Técnico da IOSCO estabeleceram um grupo de trabalho para fornecer orientações sobre a aplicação dessas recomendações às CCPs que compensavam e liquidavam derivativos OTC e desenvolver um conjunto de considerações para TRs na concepção e operação de seus sistemas. Os relatórios deste grupo de trabalho, *Guidance on the application of 2004 CPSS-IOSCO recommendations for central counterparties to OTC derivatives CCPs and Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets*, foram publicados como relatórios consultivos em maio de 2010. Os comentários recebidos do processo consultivo sobre esses relatórios foram incorporados neste relatório. Em fevereiro de 2010, o CPSS e o Comitê Técnico da IOSCO lançaram uma revisão abrangente dos três conjuntos de padrões existentes para FMI - o CPSIPS, RSSS e RCCP - em apoio aos esforços mais amplos do FSB para fortalecer as principais infraestruturas de mercados financeiros garantindo que as lacunas nos padrões internacionais seriam identificadas e abordadas.[24]

O trabalho desenvolvido pelo BIS e pela IOSCO também foi conduzido com suporte da iniciativa do FSB em fortalecer os mercados e as infraestruturas financeiras mais relevantes. Todos os membros do CPMI (BIS) e da IOSCO demonstraram durante o

[24] BIS-IOSCO (2012), página 6. Tradução livre do original em inglês: "*The former CPSS, in January 2001, published the* Core principles for systemically important payment systems (CPSIPS)*, which provided 10 principles for the safe and efficient design and operation of systemically important payment systems. These principles drew extensively from the* Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the central banks of the Group of Ten countries *(also known as the Lamfalussy Report), which was published in November 1990. The CPSIPS were followed by the* Recommendations for securities settlement systems (RSSS)*, which were published jointly by the CPSS and the Technical Committee of IOSCO in November 2001. This report identified 19 recommendations for promoting the safety and efficiency of SSSs. The accompanying* Assessment methodology for 'Recommendations for securities settlement systems' *was subsequently published in November 2002. In November 2004, building upon the recommendations established in the RSSS, the CPSS and the Technical Committee of IOSCO published the* Recommendations for central counterparties (RCCP). *The RCCP provided 15 recommendations that addressed the major types of risks faced by CCPs. A methodology for assessing a CCP's observance of each recommendation was included in the report. In January 2009, the CPSS and the Technical Committee of IOSCO established a working group to provide guidance on the application of these recommendations to CCPs that clear OTC derivatives products and to develop a set of considerations for TRs in designing and operating their systems. The reports of this working group,* Guidance on the application of 2004 CPSS-IOSCO recommendations for central counterparties to OTC derivatives CCPs and Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets*, were issued as consultative reports in May 2010. The feedback received from the consultative process on these reports has been incorporated into this report. In February 2010, the CPSS and the Technical Committee of IOSCO launched a comprehensive review of the three existing sets of standards for FMIs – the CPSIPS, RSSS, and RCCP – in support of the FSB's broader efforts to strengthen core financial infrastructures and markets by ensuring that gaps in international standards are identified and addressed.*". BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. International Organization Of Securities Commissions Principles for Financial Market Infrastructures. 2012. Disponível em: < https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf?%20e%20http://www.iosco.org/publications/?subsection=public_reports > Acesso em: 1 jun. 2015.

desenvolvimento dos PFMI suas intenções de adotar e aplicar os padrões atualizados descritos nos PFMI em suas jurisdições da forma mais abrangente e completa possível[25].

Em maio de 2014, o CPMI e a IOSCO emitiram um relatório sobre a implementação dos princípios aplicáveis às infraestruturas do mercado financeiro, uma vez que após a sua publicação em 2012, ambos os órgãos ficaram de monitorar a sua incorporação nas regulamentações domésticas e a sua aplicação pelas próprias infraestruturas do mercado financeiro[26]. Essa primeira avaliação realizada dois anos após a publicação dos princípios (i.e. *level 1*) resultou no fato de que a maioria das 28 jurisdições avaliadas[27] (i.e. as primeiras jurisdições que seriam objeto de análise no nível 1 do processo de monitoramento da implementação dos PFMI) tinham começado a implementar os princípios e poucas delas tinham implementado os PFMI por completo e seriam capazes a implementar todos os princípios e responsabilidades mencionados no documento de 2012[28].

Portanto, o desenvolvimento dos PFMI demonstra um exemplo de como a cooperação internacional pode produzir padrões a serem seguidos de forma a assegurar melhores condições para os mercados nacionais e internacional. Entretanto, o

---

[25] BIS-IOSCO (2012), página 5: "*In general, these standards are expressed as broad principles in recognition of FMIs' differing organizations, functions, and designs, and the different ways to achieve a particular result. In some cases, the principles also incorporate a specific minimum requirement (such as in the credit, liquidity, and general business risk principles) to ensure a common base level of risk management across FMIs and countries. In addition to standards for FMIs, the report outlines the general responsibilities of central banks, market regulators, and other relevant authorities for FMIs in implementing these standards*".

[26] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS AND INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Implementation monitoring of PFMIs: First update to Level 1 assessment report. May 2014. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD440.pdf>. Acesso em: 1 jun. 2015.

[27] As 28 jurisdições foram: África do Sul, Argentina, Alemanha, Arábia Saudita, Austrália, Bélgica, Brasil, Canadá, Chile, China, Coréia do Sul, Espanha, Estados Unidos da América, França, Holanda, Hong Kong SAR, Indonésia, Índia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia, Cingapura, Suécia, Suíça, Turquia e União Europeia.

[28] De acordo com o *BIS-IOSCO report of May, 2014*, "*The implementation monitoring involves three phases: (1) Level 1 to assess whether jurisdictions have completed the process of adopting the legislation, regulations and other policies that will enable them to implement the Principles and Responsibilities; (2) Level 2 to assess whether the content of legislation, regulations and policies is complete and consistent with the Principles and the Responsibilities; and (3) Level 3 to assess whether there is consistency in the outcomes of implementation of the Principles and Responsibilities. The initial Level 1 assessments (covering 28 jurisdictions) were conducted in mid-2013. The results of the assessments were published in August 2013 and showed that most jurisdictions had begun the process of implementation, although few had completed the process for all categories of Financial Market Infrastructures (FMIs). This represented substantial progress given the complexity and broad scope of the PFMIs, and the fact that the PFMIs were issued as recently as April 2012. The current report is the first update to the above-mentioned initial Level 1 assessments, and reflects the status of jurisdictions' legal, regulatory or policy frameworks as of 11 January 2014. As previously observed in the initial Level 1 assessments, jurisdictions implement the PFMIs in different ways. Depending on the national legal and regulatory framework, some jurisdictions use a policy-based approach (ie rely on a policy statement as the primary tool for adopting the PFMIs), some use a rulebased approach (ie rely on rules and/or regulations corresponding to the PFMIs) while others combine these two approaches*".

desenvolvimento da regulação e sua atuação não são tão rápidos quando o desenvolvimento dos mercados financeiros em si. Embora sejam aplicáveis os princípios aos meios de pagamentos, sistemas de compensação e liquidação, incluindo as contrapartes centrais, que foram desenvolvidas considerando a necessidade de assegurar que as infraestruturas poderiam suportar os mercados financeiros globais e seu desenvolvimento de forma mais robusta e, portanto, suportar testes de estresses como em período de crises.

Os resultados alcançados, dessa forma, parecem demonstrar um bom exemplo de como regular os mercados financeiros globais. Mas isso seria o suficiente? Seria essa um passo para a uniformização da regulação internacional? Essa forma de governança econômica por meio da regulação prudencial seria suficientemente eficiente e adequada para as exigências em alto nível do setor privado?

O melhor método a ser aplicável para resolver o comércio global e suas operações financeiras tem sido discutido em diferentes fóruns e diferentes teorias surgem no sentido de que a regulação internacional e a economia global são um passo para tanto. Assim se verifica das discussões realizadas a partir de 2008 no G20 e as sucessivas reuniões sobre esse tema e os resultados alcançados, conforme apresentado adiante.

A implementação desses princípios centrais dos reguladores funcionais em países em desenvolvimento ocorreu em larga escala por meio do Fundo Monetário Internacional (FMI) e, hoje, tem também direcionamento direto por meio dos reguladores funcionais internacionais e comitês técnicos internacionais.

A *International Accounting Standards Board* (IASB) elaborou padrões de contabilidade internacionais que foram adotados em 2005 pela União Europeia e está sendo amplamente implementado em outros países ao redor do mundo, ao menos de forma alternativa para as regras elaboradas pelos *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP) para emissores estrangeiros.

1.3 ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (em inglês *Organization for Economic Cooperation and Development* - OECD), composta por 35 (trinta e cinco) países industrializados também tem seu papel no contexto internacional dos ativos financeiros e valores mobiliários, embora seu papel seja muito mais amplo. Suas

atividades voltadas para a elaboração de padrões internacionais sobre governança corporativa e para políticas tributárias são relevantes para o mercado financeiro.

1.4 FINANCIAL ACTION TASK FORCE (FATF) E PARIS CLUB

Outras duas importantes entidades são a *Financial Action Task Force* (FATF), uma organização de 37 (trinta e sete) países, incluindo os Estados Unidos, voltada para a prevenção de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo, e o *Paris Club*, um grupo informal de 20 (vinte) países-membro permanentes, sem status formal de constituição, cujo papel é buscar soluções coordenadas e sustentáveis para as dificuldades de pagamento encontradas por nações devedoras.

1.5 FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB)

No contexto das principais entidades mencionadas acima, é necessário falar da coordenação existente entre os participantes das reuniões do G20, sobretudo entre os reguladores funcionais, bem como das sobreposições de competências existentes entre os reguladores nacionais e internacionais.

As competências dos reguladores em um mercado global de ativos financeiros e valores mobiliários se sobrepõem e, muitas vezes, tornam-se iguais, sobretudo quando se vê cada vez mais a atuação de instituições financeiras, infraestruturas de mercados financeiros, investidores e companhias atuando em diversos campos financeiros e em diferentes atividades relacionadas. São os chamados, hoje, como exposto já acima, os bancos universais, bancos globais, depositários centrais de ativos internacionais ou globais, câmaras de compensação e liquidação com atividades em mais de uma jurisdição. Adicionalmente, existem sobreposições não somente entre reguladores funcionais, mas também entre reguladores funcionais e o FMI e o Banco Mundial, sem falar das sobreposições que há entre reguladores funcionais e os autorreguladores e as entidades administradoras de mercado.

Como uma forma de tentar solucionar ou, ao menos, discutir a questão, o *Financial Stability Forum* (FSF) foi estabelecido em 1999 para aumentar a cooperação na área de supervisão e fiscalização do mercado financeiro, sendo, em 2009, substituído pelo *Financial Stability Board* (FSB), o qual possui 58 (cinquenta e oito) representantes nacionais de 25 (vinte e cinco) países, 4 (quatro) instituições multilaterais ou instituições financeiras

internacionais e 6 (seis) comitês especializados e instituições internacionais envolvidas como o cenário econômico financeiro internacional.

1.6 UNIÃO EUROPEIA

Outro papel importante nesse contexto é a União Europeia, que é um caso especial de união multilateral de Estados que se desenvolveu de certa forma especial, uma vez que representa muitos países e forma um mercado único e tem a intenção de criar um mercado único de capitais envolvendo todos os seus membros, com regras uniformes, reguladores únicos para cada assunto regional envolvendo ativos financeiros e valores mobiliários, acesso de participantes e sistemas integrados.

1.7 ASSOCIAÇÕES COMERCIAIS

As associações comerciais voltadas para o mercado financeiro são também relevantes nesse contexto internacional, já que desempenham discussões em âmbito privado de escala mundial e implementam regras e interpretações legislativas e regulatórias que podem gerar efeitos em mais de uma jurisdição. Existem inúmeras, entre as quais cabe nesse momento citar: *International Swaps and Derivatives Association, Inc.* (ISDA); *Association for Financial Markets in Europe* (AFME); *Futures Industry Association, Inc.* (FIA); *International Capital Market Association* (ICMA); *International Securities Lending Association* (ISLA); e *Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA).

1.8 ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DO COMÉRCIO - OMC

Não se pode olvidar de falar da participação da Organização Mundial do Comércio (OMC) e seus efeitos para a normatização internacional dos serviços financeiros, embora a sua atuação não tenha se tornado relevante especificamente para o contexto atual do mercado financeiro global[29].

[29] HOEKMAN, Bernard; MAVROIDIS, Petros C. Regulatory Spillovers and the Trading System: From Coherence to Cooperation. *Overview Paper*, Apr. 2015. Disponível em: <http://e15initiative.org/wp-content/uploads/2015/09/E15-Regulatory-Hoekman-and-Mavroidis-Final.pdf>. Acesso em: 20 nov. 2017.p. 1-20.

O *General Agreement on Trade in Services* (GATS), por sua vez, tem especial atenção pela forma como foi elaborado em âmbito abrangente a todos os países signatários, que não são poucos, pelo contrário, quase abarca todos os países do globo. Resultante da Rodada do Uruguai (1994), que produziu uma nova estrutura formada pela OMC, bem como os acordos de serviços. Seu Artigo 2º traz seu princípio central que é o princípio do tratamento incondicional da nação mais favorecida (MFN), segundo o qual cada serviço ou fornecedor de serviços de um país membro deve ser tratado não menos favorável que qualquer serviço estrangeiro ou fornecedor de serviços estrangeiro.

No GATS, o acesso ao mercado e o tratamento nacional são considerados compromissos específicos (em inglês, *specific commitments)* como contraponto para as obrigações gerais. Assim, o tratamento nacional e o acesso aos mercados não se aplicam entre as fronteiras dos países para todos os setores de serviços. Pelo contrário, eles se aplicam apenas para setores, subsetores ou atividades que são listadas na lista de *commitments* de cada país[30]. Os países que escolhem seus *commitments* de acordo com os *Understanding* se comprometem para acesso de mercado e tratamento nacional para todos os subsetores de serviços financeiros. A escolha é facultativa, porém, após, eles usam a lista negativa para elaborar os *commitments* – isto é, tudo está incluído, exceto os serviços incluídos na lista negativa. Os *Understanding* também possuem disposições de paralisação (em inglês, *standstill provision*) que limitam exceções para medidas em desacordo com as regras do GATS.

O GATS também inclui um chamado *prudential carve-out* (tradução livre para o português: ressalva prudencial), a ser aplicado pela regulação doméstica, que permite que um país tome medidas prudenciais para a proteção de investidores ou depositários, ou para assegurar a integridade e estabilidade do sistema financeiro[31], independentemente de qualquer outra disposição do GATS. As discussões sobre uma medida nacional ser ou não uma situação de *prudencial carve-out* são submetidas aos procedimentos de solução de disputas da OMC e, se necessário, é determinado um painel de solução de disputas da OMC. Entretanto, a maioria dos reguladores não parece estar preocupada com essa possibilidade, já que, se um país está em dúvida se suas medidas seriam ou não objeto das *ressalvas*

[30] *BIS-IOSCO report of May, 2014*, p. 367.

[31] Cf. WORD TRADE ORGANIZATION. *Annex on financial services*. Disponível em: <https://www.wto.org/english/tratop_e/serv_e/10-anfin_e.htm>. Acesso em: 13 jun. 2016. Original em inglês, "*for the protection of investors, depositors, policy holders or persons to whom a fiduciary duty is owed or to ensure the integrity and stability of the financial system*".

prudenciais, basta simplesmente listar essa medida como uma exceção em seus *compromissos*.

Um acordo final sobre serviços financeiros foi alcançado em 1997, mas esse fato não se confunde com a obtenção de um mercado totalmente aberto. Apenas significa que os mais de 160 (cento e sessenta) países membros da OMC realizaram seus comprometimentos de várias formas diferentes. De toda forma, uma coisa é certa: o acordo foi muito mais notável em relação ao surgimento de uma consciência de necessidade de transparência no setor, tendo em vista todos os problemas envolvidos, do que uma conquista de abertura de mercados[32]. Em alguns casos, países escreveram regras específicas já existentes e outros até menos do que existia.

Em novembro de 2001, os membros da OMC autorizaram uma nova rodada de negociações, a chamada Rodada Doha, que novamente incluiu os serviços financeiros na pauta, porém também não avançaram na questão de abertura de mercados.

A OMC, de toda a forma, embora se avance nas discussões envolvidas na abertura de mercados e tratamento nacional para o setor de serviços financeiros, não possui mandato para lidar com questões mais difíceis envolvendo barreiras indiretas de negociação como, por exemplo, as exigências proibitivas dos EUA para uso de padrões de contabilidade internacionais ou restrições locais dos membros da União Europeia para a aquisição de bancos locais[33].

Ao comparar o contexto em que se insere o desenvolvimento da OMC e a complexidade da economia política internacional oriunda da globalização há clara discrepância que evidencia que uma reconfiguração será bastante difícil. Tome-se, por exemplo, as dificuldades históricas com o mercado no âmbito do comércio. Com a criação da OMC houve um sensível fortalecimento do regime de comércio, que se perdurou por muito tempo e, ainda, sem seu brio de manutenção. A relação entre regra e sanção, estabelecida no âmbito da OMC, pode ser aproveitada para a regulação do mercado de ativos financeiros e valores mobiliários, porém o *enforcement* não é o único problema a ser solucionado.

Por óbvio, questionamentos surgirão sobre um possível recuo no processo de globalização por conta de um fortalecimento do poder vinculante dos regimes internacionais.

---

[32] Cf. SCOTT, Hal S. International Finance: Rule Choices for Global Financial Markets. In: GUZMAN, Andrew T.; SYKES, Alan O. (Ed.). *Research Handbook in International Economic Law*. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2007. p. 361-417. p. 367.

[33] Ibid., p. 368.

O fato é que o nível de integração (no sentido lato) internacional não permite tal raciocínio. Nesse sentido, a cultura, os meios de comunicação e a própria organização social se encontram fortemente integradas em sistemas e subsistemas internacionais.

A crise financeira mundial de 2008 representa o aprofundamento da globalização e, mais do que isso, evidencia um ajuste que demanda uma nova ordem internacional com instituições e práticas adequadas frente a um mundo transformado e completamente conectado em suas mais diversas áreas. Isto é, principalmente devido às operações transfronteiriças (ou, em inglês, *cross-border transactions*) e à interconectividade das instituições financeiras – fatores cuja importância só irá aumentar ao longo do tempo.

É, portanto, interessante considerar a relevância do desenvolvimento de uma regulamentação global no campo do comércio com a perspectiva de desenvolvimento de uma regulamentação global das finanças, o que, conforme se vê nessa tese, já se iniciou e tem seu futuro garantido, se depender das manifestações constantes dos documentos oficiais das reuniões do G20, por exemplo, que será estudado adiante. Por um lado, isso mostra que os países podem renunciar à sua soberania a uma organização internacional adequadamente projetada. Por outro lado, o coração do processo da OMC é a resolução de litígios entre os países envolvendo disputas comerciais. Este é um problema diferente, e representa um desafio menos assustador do que a coordenação da regulação sobre as finanças em todo o mundo. Para ter certeza, as regras comerciais têm se ampliado para lidar com a regulamentação, principalmente para limitar barreiras não tarifárias, mas esta tem sido a parte mais controversa do processo da OMC e, ainda, lida com relações entre os Estados, em oposição à coordenação das políticas de diferentes Estados que lida com empresas e o próprio mercado[34].

[34] Cf. SCOT, Hal S. t. The Next Step in Global Financial Regulation: Global Regulation of Interconnectedness - A response to DAVIES, Howard. Global Financial Regulation after the Credit Crisis. *Global Policy*, v. 1, n. 2, 2010, p. 185–190. *Global Policy*. v.1. Issue 3. Londres: London School of Economics and Political Science and John Wiley & Sons Ltd, 2010, p. 332. Segundo o autor, no original em inglês: "*This is primarily due to the cross-border operations and interconnectedness of financial institutions – factors whose importance will only increase over time. It is interesting to consider the relevance of the development of global regulation in the trade field to the prospect of developing global regulation of finance. On the one hand, it shows that countries can give up their sovereignty to a properly designed international organization. On the other hand, the heart of the WTO process is dispute resolution among countries over trade disputes. This is a different problem, and poses a less daunting challenge, than coordination of regulation over worldwide finance. To be sure, trade rules have broadened out to deal with regulation, principally to limit non-tariff barriers, but this has been the most contentious part of the WTO process, and it still deals with relations between states as opposed to coordination of policies of different states in dealing with firms and markets*".

1. 9 INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE - ICC

A *International Chamber of Commerce* – ICC, considerada a instituição dos negócios internacionais (em inglês *World Business Organization* - WBO), especialmente no Brasil, iniciou um trabalho bastante interessante, a partir de 2016, para o desenvolvimento do mercado financeiro por meio de duas frentes de trabalho: (i) desenvolvimento educacional corporativo, com o intuito de desenvolver a qualidade das instituições brasileiras (*compliance management*, governança corporativa); e (ii) fortalecimento das relações internacionais, para desenvolvimento da cooperação institucional do setor privado entre os países. A partir de parceiras com a academia, coube o entendimento de que as instituições financeiras desenvolvem produtos primordialmente ligados ao desenvolvimento dos negócios ao redor do mundo. A indústria financeira que hoje se encontra em um patamar global apenas se desenvolve caso haja também o fortalecimento da indústria comercial em uma escala global[35].

1.10 ACORDOS BILATERAIS

Por sua vez, no âmbito entre Estados, mas já em nível mais técnico, ou seja, entre os reguladores nacionais, os acordos bilaterais são relevantes no contexto internacional do papel do direito na constituição e na regulação do mercado de ativos financeiros e valores mobiliários. Existe uma quantidade relevante de acordos de entendimento e cooperação entre países e entre reguladores nacionais (em inglês, *Memorandum of Understanding* – MoU).

Cada acordo bilateral é desenvolvido para adequar especificamente às necessidades presentes na estrutura legal e regulatória das duas partes envolvidas no acordo. Em geral, os acordos bilaterais endereçam questões envolvendo o uso de informações, inclusive para investigação, monitoramento, supervisão e fiscalização, geralmente sendo preservada a confidencialidade das informações que merecem referido tratamento.

Os acordos bilaterais também desenvolvem papel relevante para o diálogo entre reguladores de ambos os países que o negociam. Por exemplo, os Estados Unidos e a Europa

[35] A ICC criou uma área específica para negócios no mercado financeiro: INTERNACIONAL CHAMBER FO COMMERCE. *Banking & finance*. Disponível em: <https://iccwbo.org/global-issues-trends/banking-finance/>. Acesso em: 28 nov. 2017.

realizam esse diálogo desde 2002[36]. Nos Estados Unidos, sua representação ocorre por meio do *Treausry*, o *Federal Reserve Board* e a *Securities and Exchange Commission*. A União Europeia, por sua vez, é representada pela *Comissão Europeia*.

Importante mencionar que esses acordos são baseados em discussões e encontros bilaterais envolvendo reguladores e outras entidades tecnicamente especializadas. Por exemplo, essas discussões começam quando uma regulação de um país impacta entidades ou regulação de outro país. E isso é comum, já que o mercado que estamos analisando tem características globais.

O problema, em relação ao desenvolvimento desses acordos bilaterais é o impacto desses acordos para as outras relações bilaterais, bem como para os países que não fazem parte de referidos acordos.

Os acordos mais relevantes e seus propósitos voltados para o mercado de ativos financeiros e valores mobiliários podem ser citados a seguir, levando em consideração o propósito desta tese, que é estudar a obrigação de utilização de contraparte central para compensação e liquidação de obrigações decorrentes de operações do mercado financeiro. Os principais acordos bilaterais celebrados entre as autoridades competentes das jurisdições selecionadas para o estudo comparado (i.e. Brasil, União Europeia, EUA e Austrália) são: US SEC e CVM (2012)[37], *Australian Securities and Investments Commission* (ASIC) e CVM (1997)[38], ESMA - *European Securities and Markets Authority* e CVM e BCB[39] (2013),

[36] Cf. SCOTT, Hal S. International Finance: Rule Choices for Global Financial Markets. In: GUZMAN, Andrew T.; SYKES, Alan O. (Ed.). *Research Handbook in International Economic Law*. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2007. p. 361-417. p. 368.

[37] UNITED STATES. The United States The Comissao de Valores; BRASIL. Securities and Exchange Commission Mobiliarios of Brazil. Memorandum of understanding concerning consultation, cooperation and the exchange of information related to the supervision of cross-border regula ted entities. Disponível em: <https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_bilateral/brazil-mou.pdf>. Acesso em: 23 jun. 2017.

[38] MEMORANDO de entendimento entre a Australian Securities Commission e a comissão de valores mobiliários do brasil. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/internacional/acordos/anexos/Austr-pt.pdf> Acesso em 23 jun. 2017.

[39] MOV concerning consultation, cooperation and Exchange of information related to to supervision of AIFMD entities. Disponível em: ?http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/internacional/acordos/anexos/esma.pdf>. Acesso em: 23 jun. 2017.

OCDE e CVM (2016)[40], *US Commodity Futures Trading Commission* – CFTC e CVM (1991)[41], *Financial Industry Regulatory Authority* – FINRA e CVM (2013) [42].

1.11 REDE DE COOPERAÇÃO INTERNACIONAL (*INTERNATIONAL NETWORKING*)

Todas as entidades mencionadas acima se relacionam no cenário internacional atual formando o que se chama de uma rede (*networking*) que se entrelaça e se desenvolve de certa forma a eliminar as fronteiras estatais no desenvolvimento do mercado financeiro, assim como exposto por Slaughter (2004). Essa rede complexa de temas e assuntos que evolui até os dias atuais e representa uma forma nova de abordar o direito, ao invés de seguir regras tradicionais de aplicação do direito internacional e o direito local, ditadas pelos chefes dos estados[43].

De acordo com Kouyaté (2010), no sistema financeiro internacional, o setor bancário é o elo mais fraco na medida em que transmite as dificuldades da economia financeira para a economia real. A vontade de supervisionar os bancos com uma perspectiva internacional, a imagem de suas atividades, nascido em 1974, com a criação do Comitê da Basileia, agora complementadas pelas regras de instituições multilaterais, reguladores funcionais, OCDE e os próprios bancos, a primordial orientação é ser realista, flexível e adaptável. Inicialmente, há a junção da expansão das atividades bancárias por meio da criação, em primeiro lugar, da cooperação entre as autoridades de supervisão e, por outro, a responsabilização do banco. Em segundo lugar, o desenvolvimento e o acompanhamento normativo asseguram as regras, que leva em conta a psicologia dos jogadores e afeta seu comportamento. No entanto, este enquadramento realista, resultando em método de regulação de prudência, não resiste à realidade. O desejo de experimentar mais de perto as práticas dos atores leva um treinador a tentar identificar o que é, na prática, ininteligível. E o fracasso desse experimento, pode tornar as regras aplicáveis para o jogo também ininteligíveis. Além disso, a embalagem em

---

[40] MEMORANDUM of understanding between the securities anda Exchange commission fo Brazil and the Organisation for Economic On-Operation and Developmment. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/internacional/acordos/anexos/MOU__OECD.PDF>. Acesso em: 23 jun. 2017.

[41] Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/internacional/acordos/anexos/USCFTC.pdf>. Ultimo acesso em 23 jun. 2017.

[42] Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/internacional/acordos/anexos/MoU_CVM_FINRA_en.pdf.>. Acesso em: 23 jun. 2017.

[43] Para uma análise atual do direito no contexto complexo da sociedade atual, ver CAMPILONGO, Celso. O Direito na Sociedade Complexa. São Paulo: Saraiva, 2011.

conformidade com as normas conduz a uma simplificação dos mecanismos sociais no trabalho. Assim, embora este quadro de intervir em resposta à abstração e rigidez de uma lei de *design* tradicional, ele também cria novas vulnerabilidades, prejudicando a sua eficácia[44].

A cooperação internacional presente no âmbito do G20 e outros grupos políticos é realizada via diplomacia e está voltada para os lideres mundiais e autoridades competentes do setor financeiro, sendo um autêntico fenômeno interestadual. Acordos entre as autoridades competentes constituem tratados e as autoridades estabelecem instituições como o Comitê de Basileia, IOSCO, BIS, que têm um estatuto jurídico semelhante ao das organizações internacionais, porém sua atuação se dá de forma diferenciada. A cooperação também levou à adoção de padrões financeiros que são transpostos para as legislações nacionais. A judicialização dessas normas está envolvida e demonstra o desenvolvimento de novas formas de normatividade internacional. A análise também é fértil em problemas legais resultantes da separação de poderes não controlados por sistemas jurídicos nacionais por meio do desenvolvimento de autoridades independentes[45].

Uma forma de o direito trazer a mitigação de riscos e agregar valor ao mercado financeiro está no resultado alcançado pela *interconectividade da governança econômica*, ou seja, nas legislações nacionais, nas normas internacionais e nos normativos das entidades privadas criados a partir de uma comunicação intensa, perene, clara e coordenada entre os interessados funcionais dessas regras, termos e condições de funcionamento do mercado financeiro. A realidade em que se encontra o mundo hoje, ou seja, interconectado, transformou o direito internacional atual voltado para o mercado financeiro. É necessário pensar diferente o direito e, dessa forma, o direito internacional, sobretudo quando se fala do direito que se relaciona com o mercado global de ativos financeiros e valores mobiliários.

Novos mecanismos devem ser utilizados para encontrar soluções para os anseios da sociedade atual, especialmente para as questões envolvendo o mercado global de ativos financeiros e valores mobiliários, e o direito, como uma ferramenta legítima para tanto, deve ser utilizado pelo jurista de maneira inovadora, para que sirva de instrumento regulador desse mercado global em um cenário internacional de forma adequada à evolução da sociedade.

---

[44] Cf. KOUYATE, Hélène. *L'encadrement Juridique International du Secteur Bancaire*: Entre Recherche du Réalisme et Confrontation à La Réalité. 2010. Tese (Doutorado em Direito International Público) – Universidade Paris 1 – Pantheon-Sorbonne, Paris, 2010. Disponível em: <http://www.theses.fr/2010PA010313>. Acesso em: 12 jul. 2016.

[45] Cf. BISMUTH, Régis. *La Coopération Internationale des Autorités de Régulation du Secteur Financier et le Droit International Public*. 2009. Tese (Doutorado em Direito Internacional Público) – Universidade Paris 1 – Pantheon-Sorbonne, Paris, 2009. Disponível em: <http://www.theses.fr/2009PA010257>. Acesso em: 12 jul. 2016.

Nesse ponto, também expomos as reflexões de Hal S. Scoot (2010), que apresenta os próximos passos a serem tomados para a regulação financeira global, isto é, como as regras do jogo deveriam ser elaboradas, implementadas e interpretadas diante da complexidade das operações do mercado financeiro e de suas características globais:

> O que seria um bom passo seguinte? Talvez possamos tentar alcançar **regulação global de interconexão**, uma grande preocupação que surge com a crise. Isso seria melhor assumir a forma de limites de posição em exposições líquidas (incluindo todos os empréstimos e derivativos) das instituições financeiras para o outro. Eu não limitaria essas obrigações para apenas as "instituições sistemicamente importantes", já que é difícil de ser identificada a mudança ao longo do tempo e, se identificada, criar o risco moral e distorções da concorrência. Tais exposições líquidas, como limites de um único mutuário, deve se aplicar a todas as instituições financeiras, e não exceder um fixo, por exemplo, 15-25 por cento, de capital. Uma vez que a **interconectividade é global**, isso só pode ser alcançado por meio da **coordenação global** e, talvez, por meio de um **organismo internacional para supervisionar o processo** de: (1) a coleta, armazenamento e monitoramento de informações sobre as posições em tempo hábil; (2) a definição de parâmetros para avaliar posições e colaterais (não é fácil, no caso de mercados perturbados); e (3) a concepção de métodos para determinar exposições líquidas à luz dos *hedges*. Um sinal de esperança das possibilidades vem da colaboração ativa das entidades reguladoras nacionais em considerar como os repositórios de transações como, por exemplo, a *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC), deve funcionar em um âmbito global.[46] (grifo nosso).

Para digerir o próximo passo da reflexão exposta acima, não basta entender de direito internacional, pelo contrário, é preciso saber como o mercado financeiro em si funciona e como os negócios nesse mercado são desenvolvidos, diferentemente de qualquer outro ramo do comércio internacional. Esse entendimento está explorado no Capítulo 2 dessa tese somado ao contexto regulatório internacional exposto nesse Capítulo introdutório. Cabe ilustrar o cenário visualizado pelo autor acima, que entre os inúmeros conceitos identificados no texto transcrito voltados para o mercado financeiro, destacou a consideração de utilização de uma entidade internacional para supervisionar o funcionamento das instituições que atuam no mercado financeiro global. A sugestão está inserida no contexto de que as

[46] Cf. Hal S. Scott. The Next Step in Global Financial Regulation: Global Regulation of Interconnectedness - A response to DAVIES, Howard. Global Financial Regulation after the Credit Crisis. *Global Policy*, v.1, n. 2, p. 185–190. 2010. *Global Policy*. v. 1, Issue 3. Londres: London School of Economics and Political Science and John Wiley & Sons Ltd, 2010, p. 333. Segundo o autor, no original em inglês: "*What would be a good next step? Perhaps we can try to achieve global regulation of interconnectedness, a major concern emerging from the crisis. This would best take the form of position limits on net exposures (including all lending and derivatives) of financial institutions to each other. I do not limit such obligations to 'systemically important institutions' as they are difficult to identify, change over time and, if identified, create moral hazard and competitive distortions. Such net exposures, like single borrower limits, should apply to all financial institutions, and not exceed a fixed, say 15–25 per cent, of capital. Since interconnectedness is global, this can only be achieved by global coordination and perhaps an international body to oversee the process of: (1) collecting, storing and monitoring information about positions on a timely basis; (2) setting parameters for valuing positions and collateral (not easy in the case of disrupted markets); and (3) devising methods for determining net exposures in light of hedges. One hopeful sign of the possibilities comes from the active collaboration of national regulators in considering how trade repositories like the Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) should function on a global basis*".

instituições internacionais atualmente existentes seguem o ritmo imposto pelo comércio internacional e pelo desenvolvimento econômico mundial, mas não o ritmo do mercado financeiro globalizado, altamente tecnológico e inovativo que se vivencia atualmente e se verá ainda mais desenvolvido em futuro muito próximo. Fala-se em uma revolução silenciosa bancária e financeira endereçada pelos principais economistas e o direito internacional precisa verificar uma forma de acompanhá-los. Não foi por acaso que o último prêmio Nobel de economia foi para um autor de teorias econômicas comportamentais e não mais um autor de obras derivadas da revolução industrial. As inovações disruptivas das últimas décadas chegam-se a um patamar elevado e pouco explorado pelos reguladores e, assim, a forma de regulação e supervisão internacional deve seguir um contexto semelhante e que se adapte a essas inovações considerando novos padrões de aborgadem.

Tendo em vista a importância do cenário econômico mundial no momento pós-crise de 2007, passemos a verificar as discussões das reuniões da cúpula do G20, sobretudo no que se refere à reforma do mercado de derivativos, que é o exemplo primordial e mais avançado entre os outros pontos discutidos.

1.12 REUNIÃO DO G20 E DECISÕES RELEVANTES

Dessa forma, para entender a origem e a evolução do processo de surgimento da obrigação de utilização de contraparte central para compensação e liquidação de derivativos do mercado de balcão é necessário passar por cada uma das reuniões realizadas a partir de 2008 pela cúpula do G20 sobre mercados financeiros e economia mundial e verificar como ocorreu a coordenação de uma reforma financeira em âmbito global. Assim, seguem abaixo a sua descrição enviesada para a identificação dos principais elementos relacionados à obrigação analisada, relevando outros pontos que por ventura não se considera essencial para a sua formação.

As reuniões se sucederam ao longo do tempo nas seguintes cidades sede: Washington D.C., EUA (14-15 de novembro de 2008); Londres, Reino Unido (1-2 de abril de 2009); Pittsburgh, EUA (24-25 de setembro de 2009); Toronto, Canadá (26-27 de junho de 2010); Seoul, Coreia do Sul (11-12 de novembro de 2010); Cannes, França (3-4 de novembro de 2011); Los Cabos, México (18-19 de junho de 2012); St. Petersburg, Rússia (5-6 de setembro de 2013); Brisbane, Austrália (15-16 de novembro de 2014); Antalya, Turquia (15-16 de

novembro de 2015); Hangzhou, China (4-5 de setembro de 2016); e Hamburg, Alemanha (6-9 de julho de 2017).[47]

1.12.1 Primeira Reunião – Washington, D.C., novembro de 2008

Realizada em 14 e 15 de novembro de 2008, na cidade de Washington, D.C., nos Estados Unidos da América (EUA), a primeira reunião de cúpula do G20 sobre mercados financeiros e economia mundial[48] foi proposta pela União Europeia e organizada pelo governo norte-americano, com o objetivo de alcançar a harmonização das políticas econômicas mundiais nos anos que subsequenciariam essa reunião nos países líderes econômicos mundiais, com a primordial intenção de evitar crises financeiras e endividamentos estatais.

A primeira reunião da cúpula do G20 sobre mercados financeiros e economia mundial foi realizada com a presença das 20 (vinte) maiores economias mundiais, além de duas nações convidadas (i.e. Espanha e Holanda), e promoveu o reforço jurídico regulatório entendido à época como necessário para conter os efeitos da crise financeira de 2008 e evitar próximas.

As manifestações realizadas nessa primeira reunião pelos países envolvidos foram no sentido de trazer reformas holísticas no sistema financeiro mundial e houve o acordo de criar princípios básicos para referida reforma. O *Action Plan to Implement Principles for Reform* anexo à *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy* estabeleceu 5 (cinco) princípio para a reforma dos sistemas financeiros das nações envolvidas na cúpula do G20, incluindo suas regulações: fortalecimento da transparência e prestação de contas (original em inglês *strengthening transparency and accountability*); reforço da regulamentação sólida (original em inglês *enhancing sound regulation*); promoção da integridade nos mercados financeiros (original em inglês *promoting integrity in financial markets*); reforço da cooperação internacional (original em inglês *reinforcing international cooperation*); e reforma das instituições financeiras internacionais (original em inglês *reforming international financial institutions*).

---

[47] A próxima reunião será realizada na Argentina, em 2018.

[48] Cf. UNIVERSIDADE DE TORONTO. G20 Information Centre. *G20 Special Leaders Summit on the Financial Situation*. Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2008washington.html>. Acesso em: 20 jun. 2017. Ver também BRASIL. Ministério da Fazenda. *G20 – Financeiro*. Disponível me: <http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/g20-financeiro/g20-financeiro>. Acesso em: 20 jun. 2017.

Após as discussões realizadas nessa primeira reunião, em 15 de novembro de 2008, foi publicada a *Washington DC Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*[49], a qual, especificamente em relação às contrapartes centrais e à obrigação de sua utilização para compensação e liquidação de obrigações decorrentes de contratos derivativos celebrados no mercado de balcão, trouxe os seguintes temas destacados: *normas globais de regulação, supervisão transfronteiriça* e *gestão de crise*. Ou seja, a declaração de Washington sobre mercados financeiros e economia mundial expressou a necessidade de ações imediatas em relação à regulação e supervisão prudencial até 31 de março de 2009, o que se deu da seguinte forma:

> • Os reguladores devem tomar medidas para garantir que as agências de classificação de crédito atinjam os mais altos padrões da organização internacional de reguladores de valores mobiliários e que evitem conflitos de interesse, proporcionem maior divulgação aos investidores e emissores e diferenciem classificações para produtos complexos. Isso ajudará a assegurar que as agências de classificação de crédito tenham os incentivos adequados e uma supervisão adequada para que possam desempenhar seu papel importante no fornecimento de informações e avaliações imparcial para os mercados;
> • A organização internacional de comissões de valores mobiliários deve analisar a adoção pelas agências de classificação de crédito das normas e mecanismos de monitoramento do cumprimento;
> • As autoridades devem garantir que as instituições financeiras mantenham um capital adequado em quantidades necessárias para sustentar a confiança. Os formuladores de padrões internacionais devem estabelecer requisitos de capital reforçados para as atividades de crédito estruturado e securitização dos bancos; e
> • Os supervisores e reguladores, com base no lançamento iminente de serviços de contrapartes centrais para swaps derivados de inadimplência de crédito (CDS) em alguns países, devem: acelerar os esforços para reduzir os riscos sistêmicos das operações de CDS e transações de balcão (OTC); insistir que os participantes no mercado apoiem plataformas de negociação em bolsa ou eletrônicas para contratos CDS; expandir a transparência do mercado de derivados OTC; e assegurar que a infraestrutura de derivados para OTC possa suportar volumes crescentes.[50]

---

[49] Cf. DECLARATION of the Summit on Financial Markets and the World Economy. Washington DC. Disponível em: <https://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2008/11/20081115-1.html>. Acesso em: 19 jun. 2017.

[50] DECLARATION of the Summit on Financial Markets and the World Economy. Washington DC. Disponivel em: <https://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2008/11/20081115-1.html>. Acesso em: 19 jun. 2017. Original em inglês: "*Regulators should take steps to ensure that credit rating agencies meet the highest standards of the international organization of securities regulators and that they avoid conflicts of interest, provide greater disclosure to investors and to issuers, and differentiate ratings for complex products. This will help ensure that credit rating agencies have the right incentives and appropriate oversight to enable them to perform their important role in providing unbiased information and assessments to markets; the international organization of securities regulators should review credit rating agencies' adoption of the standards and mechanisms for monitoring compliance; authorities should ensure that financial institutions maintain adequate capital in amounts necessary to sustain confidence. International standard setters should set out strengthened capital requirements for banks' structured credit and securitization activities; supervisors and regulators, building on the imminent launch of central counterparty services for credit default swaps (CDS) in some countries, should: speed efforts to reduce the systemic risks of CDS and over-the-counter (OTC) derivatives transactions; insist that market participants support exchange traded or electronic trading platforms for CDS contracts; expand OTC derivatives market transparency; and ensure that the infrastructure for OTC derivatives can support growing volumes.*".

1.12.2 Segunda reunião – Londres, abril de 2009

Por sua vez, a segunda reunião de cúpula do G20 sobre mercados financeiros e economia mundial[51] foi realizada nos dias 1 e 2 de abril de 2009, na cidade de Londres, no Reino Unido, e foi marcada pela participação não apenas dos líderes dos 20 estados que apresentam as maiores economias mundiais e dos dois países convidados na primeira reunião (i.e. Espanha e Holanda), mas também dos representantes das entidades internacionais relevantes convidadas, ou seja, a Associação de Nações do Sudeste Asiático/*Association of Southeast Asian Nations* – ASEAN/ASEAN, Fundo Monetário Internacional/*Internacional Monetary Fund* – FMI/IMF, Banco Mundial, Organização Mundial do Comércio - OMC, Nações Unidas - ONU.

Os temas trazidos para essa reunião foram extensos, tendo em vista que foram aqueles que foram considerados complementares à primeira reunião, ou seja, todos os temas relacionados ao início do processo de reforma do sistema financeiro mundial, ao gerenciamento da globalização econômica e à identificação de alternativas que fossem boas e equilibradas e compreensíveis para a solução da crise financeira que estava cada vez mais dramática à época.

O documento oficial publicado pelo governo do Reino Unido em 2 de abril de 2009 foi intitulado *G20 Global Plan for Recovery and Reform – The Communiqué from the London Summit* (*Statement Issued by the G20 Leaders 2009*)[52], segundo o qual, conforme apresentado, em português, pelo Governo Brasileiro[53]:

> 13. Falhas significativas no setor financeiro e na regulação e supervisão financeiras foram causas fundamentais da crise. A confiança não será restaurada até que reconstruamos a credibilidade nos nossos sistemas financeiros. Tomaremos medidas para construir um marco regulatório e de supervisão mais forte e globalmente consistente para o setor financeiro do futuro, o qual ajudará o crescimento global sustentável e servirá às necessidades de empresas e cidadãos.
> 14. Cada um de nós concorda em assegurar que nossos sistemas regulatórios nacionais sejam fortes. Mas também concordamos em estabelecer uma consistência e cooperação sistemática muito maior entre os países e um marco de altos padrões regulatórios acordados internacionalmente exigidos pelo sistema financeiro global. Regulação e supervisão reforçadas devem promover retidão, integridade e transparência; velar contra riscos em todo o sistema financeiro; refrear em lugar de amplificar o ciclo econômico e financeiro; reduzir a dependência de fontes de financiamento inapropriadamente arriscadas; desencorajar a excessiva tomada de riscos. Os reguladores e supervisores têm de proteger os investidores e consumidores, apoiar a disciplina de mercado, evitar

[51] Cf. UNIVERSIDADE DE TORONTO. G20 Information Centre. *G20 London Summit*. Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2009london.html>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[52] Cf. <https://www.gov.uk/>. Acesso em: 20 jun. 2017. Também disponível em: <https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[53] Cf. <www.itamaraty.gov.br>. Acesso em: 20 jun. 2017.

> impactos adversos em outros países, reduzir a margem para arbitragem regulatória, apoiar a competição e o dinamismo e manter-se em dia com a inovação nos mercados.
> 15. Com esse propósito, estamos implementando o Plano de Ação acordado em nossa reunião anterior, tal como indicado no relatório anexo sobre o progresso realizado. Também adotamos hoje, em separado, a Declaração Reforçando o Sistema Financeiro *(Declaration, Strengthening the Financial System)*. Em particular, acordamos: estabelecer um novo Conselho de Estabilidade Financeira (CEF) / *Financial Stability Board (FSB)*, com um mandato reforçado, em substituição ao Foro de Estabilidade Financeira *Financial Stability Forum (FSF)*, e que incluirá os países do G20, ex-membros do Foro de Estabilidade Financeira, Espanha, e a Comissão Europeia; determinar que o CEF colabore com o FMI para prover alertas antecipados sobre riscos macroeconômicos e financeiros e para a adoção de ações necessárias a enfrentá-los; reformar nossos sistemas regulatórios a fim de que nossas autoridades financeiras estejam capacitadas para identificar e avaliar riscos macro prudenciais; estender a regulação e a supervisão a todas as instituições financeiras sistemicamente importantes, instrumentos e mercados. Isto incluirá, pela primeira vez, os fundos de hedge sistemicamente importantes; endossar e implementar novos princípios mais rígidos sobre remuneração e compensação do Foro de Estabilidade Financeira, e apoiar planos de compensação sustentáveis e a responsabilidade corporativa social de todas as firmas; uma vez assegurada a retomada do crescimento, adotar medidas para aperfeiçoar a qualidade, quantidade e consistência internacional do capital no sistema bancário. No futuro, a regulação deve prevenir a alavancagem excessiva e exigir que reservas adicionais de recursos sejam acumuladas em tempos de crescimento; atuar contra jurisdições não cooperativas, inclusive paraísos fiscais. Estamos prontos para aplicar sanções com vistas a proteger nossas finanças públicas e sistemas financeiros. A era de sigilo bancário acabou. Notamos que a OCDE publicou hoje a lista de países que o Foro Global avaliou com base em padrões internacionais de troca de informação tributária; solicitar que os responsáveis por definir padrões contábeis trabalhem urgentemente com supervisores e reguladores a fim de aperfeiçoar os padrões sobre a valoração e aprovisionamento e definir um conjunto único de altos padrões contábeis; estender a supervisão regulatória e registro às agências classificadoras de risco a fim de assegurar que cumpram o Código Internacional de Boas Práticas, particularmente quanto à prevenção de conflitos de interesse inaceitáveis.

Especificamente em relação à OMC, pelo governo brasileiro foi declarada a resistência ao protecionismo e à promoção ao comércio e investimentos globais.

Em suma, os participantes da segunda reunião de cúpula do G20 estabeleceram metas a ser cumpridas por todas as nações envolvidas, incluindo: restaurar a confiança, o crescimento e os empregos; reparar o sistema financeiro a fim de restaurar o crédito; fortalecer a regulação financeira a fim de reconstruir a confiança; capitalizar e reformar as instituições financeiras internacionais para superar a crise financeira de 2008 e prevenir outras no futuro; promover o comércio e investimento globais e rejeitar o protecionismo para garantir prosperidade; e promover uma retomada do crescimento, que seja inclusiva, verde e sustentável.

De uma forma mais detalhada, as ações a serem cumpridas pelos participantes estão descritas nos dois (dois) anexos ao Plano de Ação publicado ao final da reunião de abril de

2009, quais sejam: *Declaration on Strengthening the Financial System*[54] e *Declaration on Delivering Resources through the International financial institutions*[55].

De acordo com a *Declaration on Strengthening the Financial System*, há expressa manifestação sobre a reforma a ser realizada em relação ao mercado de derivativos e a utilização obrigatória de contraparte central para compensação e liquidação de determinados derivativos, conforme segue:

> O escopo da regulamentação: concordamos que todas as instituições, mercados e instituições financeiras de importância sistêmica devem estar sujeitos a um adequado grau de regulamentação e supervisão. Em particular: [...] promoveremos a padronização e a resiliência dos mercados de derivativos de crédito, em particular por meio do estabelecimento de contrapartes de compensação central sujeitas a uma regulamentação e supervisão eficazes. Instamos a indústria a elaborar um plano de ação sobre padronização até o outono de 2009; e todos analisaremos e adaptaremos os limites do quadro regulamentar frequentemente para acompanhar a evolução do sistema financeiro e promover boas práticas e abordagens consistentes a nível internacional.[56]

1.12.3 Terciera reunião – Pittsburgh, setembro de 2009

Nos dias 24 e 25 de setembro de 2009, em *Pittsburgh*, *Pennsylvania*, EUA (*David L. Lawrence Convention Center*), os líderes do G20 participaram da terceira reunião especificamente voltada para os mercados financeiros e a economia mundial[57], da qual resultou a declaração oficial intitulada *The Leaders Statement of The Pittsburgh Summit* e seu anexo *Core Values for Sustainable Economic Activity and the Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth*[58].

De acordo com essa declaração e seu anexo, o objetivo se resumiu em incentivar a 'retomada da concessão de empréstimos a pessoas físicas e jurídicas', tomando cuidado para não impulsionar o retorno das 'práticas que levaram à crise':

> 13. [...] as medidas que adotamos aqui, quando plenamente implementadas, resultarão em um sistema financeiro fundamentalmente mais forte do que o que existia antes da crise. Se agirmos todos juntos, as instituições financeiras contarão

---

[54] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009ifi.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[55] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009delivery.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[56] Ibid. Original em inglês: "*The scope of regulation: We have agreed that all systemically important financial institutions, markets, and instruments should be subject to an appropriate degree of regulation and oversight. In particular: […] we will promote the standardisation and resilience of credit derivatives markets, in particular through the establishment of central clearing counterparties subject to effective regulation and supervision. We call on the industry to develop an action plan on standardisation by autumn 2009; and we will each review and adapt the boundaries of the regulatory framework regularly to keep pace with developments in the financial system and promote good practices and consistent approaches at the international level.*".

[57] Cf. <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2009pittsburgh.html> Acesso em: 20 jun. 2017. Ou <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/g20_leaders_declaration_pittsburgh_2009.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[58] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>. Acesso em: 20 jun. 2017.

> com normas mais rígidas quanto a atitudes de risco, governança que alinhem remuneração com desempenho de longo prazo e maior transparência em suas operações. Todas as empresas cujo fracasso represente um risco para a estabilidade financeira devem estar sujeitas à supervisão e à regulamentação coerente e consolidada, com altos padrões. A reforma é multifacetada, mas, em seu âmago, devem estar padrões mais vigorosos de capital, complementado por claros incentivos para a mitigação das práticas de risco excessivo. O capital permite que os bancos enfrentem as perdas que inevitavelmente ocorrerão. Isso, juntamente com ferramentas mais poderosas para que os governos desmembrem as empresas que fracassam, ajuda a fazer com que mantenhamos as empresas responsáveis pelos riscos que assumirem.[59]

Especificamente em relação ao mercado de derivativos, foram declarados os seguintes compromissos:

> Melhoria dos mercados de derivativos de balcão: Todos os contratos padronizados de derivativos de balcão devem ser negociados em bolsas de valores ou plataformas de negociação eletrônica, conforme o caso, e compensados por meios de contrapartes centrais até o final de 2012, no máximo. Os contratos de derivativos de balcão devem ser reportados aos repositórios de negociação e derivativos (*swaps*). Contratos não compensados de forma centralizada devem estar sujeitos às exigências mais altas de capital. Pedimos que o FSB e seus membros pertinentes avaliem regularmente a implementação, verificando se é suficiente para melhorar a transparência nos mercados de derivativos, mitigar o risco sistêmico e proteger contra abusos do mercado.[60]

No que se refere às instituições que geram riscos de forma sistêmica, foi acordado o quanto segue abaixo:

> Tratamento das resoluções transnacionais e instituições financeiras sistemicamente importantes até o fim de 2010: As empresas financeiras sistemicamente importantes devem desenvolver planos de contingência e resolução específicos para as firmas e coerentes do ponto de vistas internacional. As autoridades devem criar grupos de gestão de crise para as principais firmas transnacionais e um ordenamento jurídico para intervenção de crise, bem como melhorar a troca de informações em tempos de stress. Devemos desenvolver ferramentas de resolução e arcabouços para a resolução efetiva de grupos financeiros para ajudar a mitigar as perturbações causadas pelo fracasso de instituições financeiras e reduzir o perigo moral no futuro. Nossos padrões prudenciais para instituições sistemicamente importantes deveriam guardar proporção com os custos associados com o fracasso. O FSB deve considerar

---

[59] Tradução livre do autor para o português do original em inglês: "*13.* […] *The steps we are taking here, when fully implemented, will result in a fundamentally stronger financial system than existed prior to the crisis. If we all act together, financial institutions will have stricter rules for risk-taking, governance that aligns compensation with long-term performance, and greater transparency in their operations. All firms whose failure could pose a risk to financial stability must be subject to consistent, consolidated supervision and regulation with high standards. Our reform is multi-faceted but at its core must be stronger capital standards, complemented by clear incentives to mitigate excessive risk-taking practices. Capital allows banks to withstand those losses that inevitably will come. It, together with more powerful tools for governments to wind down firms that fail, helps us hold firms accountable for the risks that they take."*

[60] Tradução livre do autor para o português do original em inglês: "*Improving over-the-counter derivatives markets: 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 latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements. We ask the FSB and its relevant members to assess regularly implementation and whether it is sufficient to improve transparency in the derivatives markets, mitigate systemic risk, and protect against market abuse."*

> medidas possíveis, incluindo supervisão mais intensiva e capital adicional específico, liquidez e outras exigências prudenciais[61].

Essa reunião foi considerada a reunião principal para a reforma do mercado de derivativos ao redor do mundo. Foi nessa reunião que os compromissos foram celebrados e os objetivos desenvolvidos. As próximas reuniões são relevantes para o acompanhamento da reforma, nesse mercado, e os demais pontos que estão interligados a esse assunto.

1.12.4 Quarta reunião – Toronto, junho de 2010

A quarta reunião do G20, especificamente sobre mercados financeiros e economia mundial[62], foi realizada nos dias 26 e 27 de junho de 2010 em Toronto, no Canada, e resultou na declaração intitulada *G20 Toronto Summit Declaration*[63], segundo a qual houve avanço nas discussões sobre o tema e trouxe, em relação aos derivativos OTC e à obrigação de utilização de uma CCP, a manifestação no anexo II a essa declaração, conforme segue:

> Anexo II: Reforma do setor financeiro [...] abordando instituições financeiras de importância sistêmica [...] 18. Reconhecemos que é necessário fazer mais para enfrentar esses riscos. Os requisitos prudenciais para essas empresas devem ser compatíveis com o custo de sua falha. Solicitamos ao FSB que considere e desenvolva recomendações políticas concretas para enfrentar efetivamente os problemas associados e resolver instituições financeiras de importância sistêmica pela Cúpula de Seul. Isso deve incluir uma supervisão mais intensiva, juntamente com a consideração de instrumentos e mecanismos financeiros para incentivar a disciplina do mercado, incluindo o capital contingente, opções de fiança, sobretaxas, impostos, restrições estruturais e métodos para cortar os credores não garantidos pelo cabelo. 19. Congratulamo-nos com os progressos substanciais realizados no que se refere ao desenvolvimento de faculdades de supervisão e de grupos de gestão de crises para as principais instituições financeiras complexas identificadas pelo FSB. 20. Continuamos trabalhando juntos para desenvolver planos de recuperação e recuperação rápidos acordados por instituição, acordados e aprovados, para as principais instituições transfronteiriças até o final de 2010. Nós nos comprometemos ainda a continuar trabalhando para assegurar a cooperação entre jurisdições em processos de resolução de instituições financeiras. [...] Infraestrutura do mercado financeiro e âmbito da regulamentação 24. Concordamos com a necessidade de fortalecer a infraestrutura do mercado

---

[61] Tradução livre do autor para o português do original em inglês: "*Addressing cross-border resolutions and systemically important financial institutions by end-2010: Systemically important financial firms should develop internationally-consistent firm-specific contingency and resolution plans. Our authorities should establish crisis management groups for the major cross-border firms and a legal framework for crisis intervention as well as improve information sharing in times of stress. We should develop resolution tools and frameworks for the effective resolution of financial groups to help mitigate the disruption of financial institution failures and reduce moral hazard in the future. Our prudential standards for systemically important institutions should be commensurate with the costs of their failure. The FSB should propose by the end of October 2010 possible measures including more intensive supervision and specific additional capital, liquidity, and other prudential requirements*".

[62] Cf. <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2010toronto.html>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[63] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2010/to-communique.html>. Acesso em: 20 jun. 2017. Participaram como convidados dessa reunião: Etiópia, Malavi, Holanda, Espanha, Vietnã. As entidades internacionais participantes foram: FSB, OIT, FMI, OCDE, ONU, Banco Mundial, OMC.

> financeiro, a fim de reduzir o risco sistêmico, melhorar a eficiência do mercado, transparência e integridade. A ação global é importante para minimizar a arbitragem regulatória, promover condições equitativas e promover a aplicação generalizada dos princípios de propriedade, integridade e transparência. 25. Comprometemo-nos a trabalhar de forma coordenada para acelerar a implementação da regulamentação e supervisão de derivativos do mercado de balcão (OTC) e para aumentar a transparência e a padronização. Reafirmamos o nosso compromisso de negociar todos os contratos padronizados de derivados OTC em bolsas ou plataformas de negociação eletrônica, quando apropriado, e compensados por meio de contrapartes centrais (CCPs) até o final de 2012, o mais tardar. Os contratos de derivativos OTC devem ser reportados para repositórios de transações (TRs). Trabalharemos para o estabelecimento de CCPs e TRs de acordo com os padrões globais e garantir que os reguladores e supervisores nacionais tenham acesso a todas as informações relevantes. Além disso, concordamos em buscar medidas de política no que diz respeito ao corte de cabelo e práticas de marketing para operações de financiamento de títulos e derivados, o que reduzirá a prociclicidade e aumentará a resiliência dos mercados financeiros. Nós reconhecemos que muito trabalho foi feito nesta área. Continuaremos a apoiar novos progressos na implementação dessas medidas. 26. Comprometemo-nos a acelerar a implementação de medidas sólidas para melhorar a transparência e a supervisão regulamentar de hedge funds, agências de notação de crédito e derivados de balcão de forma internacional, consistente e não discriminatória. Nós também nos comprometemos a melhorar o funcionamento e a transparência dos mercados de commodities. Pedimos às agências de notação de crédito que aumentem a transparência e melhorem a qualidade e evitem conflitos de interesse e que os supervisores nacionais continuem a se concentrar nessas questões na realização de sua supervisão. 27. Nos comprometemos a reduzir a dependência das classificações externas em regras e regulamentos. Reconhecemos o trabalho em andamento no BCBS para enfrentar os incentivos adversos decorrentes do uso de classificações externas no quadro de capital regulatório e no FSB para desenvolver princípios gerais para reduzir a confiança das autoridades e instituições financeiras em ratings externos. Os convocamos para informar aos nossos Ministros das Finanças e Governadores dos Bancos Centrais em outubro de 2010. 28. Reconhecemos o importante trabalho da Organização Internacional de Comissão de Valores Mobiliários (IOSCO) para facilitar o intercâmbio de informações entre os reguladores e supervisores, bem como a IOSCO princípios relativos à supervisão dos hedge funds destinados a abordar riscos regulamentares e sistêmicos relacionados. 29. Solicitamos ao FSB que avalie a implementação nacional e regional dos compromissos anteriores do G20 nessas áreas e promova a coesão das políticas globais e avalie e informe aos nossos Ministros das Finanças e Governadores dos Bancos Centrais, em outubro de 2010, se for necessário um trabalho adicional.[64]

[64] Tradução livre do original em inglês: "*Annex II: Financial Sector Reform* [...] *Addressing Systemically Important Financial Institutions* […] *18. We recognized that more must be done to address these risks. Prudential requirements for such firms should be commensurate with the cost of their failure. We called upon the FSB to consider and develop concrete policy recommendations to effectively address problems associated with and resolve systemically important financial institutions by the Seoul Summit. This should include more intensive supervision along with consideration of financial instruments and mechanisms to encourage market discipline, including contingent capital, bail-in options, surcharges, levies, structural constraints, and methods to haircut unsecured creditors. 19. We welcomed the substantial progress that has been made regarding the development of supervisory colleges and crisis management groups for the major complex financial institutions identified by the FSB. 20. We continue to work together to develop robust agreed-upon institution-specific recovery and rapid resolution plans for major cross-border institutions by the end of 2010. We further committed to continue working on ensuring cooperation among jurisdictions in financial institution resolution proceedings.* [...] *Financial Market Infrastructure and Scope of Regulation 24. We agreed on the need to strengthen financial market infrastructure in order to reduce systemic risk, improve market efficiency, transparency and integrity. Global action is important to minimize regulatory arbitrage, promote a level playing field, and foster the widespread application of the principles of propriety, integrity, and transparency. 25. We pledged to work in a coordinated manner to accelerate the*

1.12.5 Quinta reunião – Seoul, novembro de 2010

A quinta reunião do G20 sobre mercados financeiros e economia mundial[65] foi realizada na cidade de Seoul, na Coreia do Sul, nos dias 11 e 12 de novembro de 2010, e resultou na elaboração da declaração intitulada como *G20 Seoul Summit Leaders' Declaration*[66], segundo a qual os compromissos realizados nas últimas quatro reuniões foram reafirmados, mencionando o sem precedente trabalho realizado de forma cooperativa entre as nações com a intenção de interromper a dramática queda da economia global e estabelecer a base para a recuperação e a retomada do crescimento econômico mundial.

A declaração apresentou os seguintes anexos: *Annex I: Seoul Development Consensus for Shared Growth*[67]; *Annex II: Multi-Year Action Plan on Development*[68]; e *Annex III: G20 Anti-Corruption Action Plan*[69], os quais, somados ao *Seoul Summit Document*[70] e à *Policy Commitments by G20 Members*[71], formam o conjunto de documentos emanados após as discussões realizadas nessa quinta reunião do G20.

---

implementation of over-the-counter (OTC) derivatives regulation and supervision and to increase transparency and standardization. We reaffirm our commitment to trade all standardized OTC derivatives contracts on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and clear through central counterparties (CCPs) by end-2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories (TRs). We will work towards the establishment of CCPs and TRs in line with global standards and ensure that national regulators and supervisors have access to all relevant information. In addition we agreed to pursue policy measures with respect to haircut-setting and margining practices for securities financing and OTC derivatives transactions that will reduce procyclicality and enhance financial market resilience. We recognized that much work has been done in this area. We will continue to support further progress in implementing these measures. 26. We committed to accelerate the implementation of strong measures to improve transparency and regulatory oversight of hedge funds, credit rating agencies and over-the-counter derivatives in an internationally consistent and non-discriminatory way. We also committed to improve the functioning and transparency of commodities markets. We call on credit rating agencies to increase transparency and improve quality and avoid conflicts of interest, and on national supervisors to continue to focus on these issues in conducting their oversight. 27. We committed to reduce reliance on external ratings in rules and regulations. We acknowledged the work underway at the BCBS to address adverse incentives arising from the use of external ratings in the regulatory capital framework, and at the FSB to develop general principles to reduce authorities' and financial institutions' reliance on external ratings. We called on them to report to our Finance Ministers and Central Bank Governors in October 2010. 28. We acknowledged the significant work of the International Organization of Securities Commission (IOSCO) to facilitate the exchange of information amongst regulators and supervisors, as well as IOSCO's principles regarding the oversight of hedge funds aimed at addressing related regulatory and systemic risks. 29. We called on the FSB to review national and regional implementation of prior G20 commitments in these areas and promote global policy cohesion and to assess and report to our Finance Ministers and Central Bank Governors in October 2010 if further work is required.".

[65] Cf. <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2010seoul.html>. Acesso em: 20 jun. 2017.
[66] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2010seoul.html>. Acesso em: 20 jun. 2017.
[67] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20seoul-consensus.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017
[68] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20seoul-development.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.
[69] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20seoul-anticorruption.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.
[70] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20seoul-doc.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.
[71] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20seoul-commitments.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

Nos documentos elaborados a partir dessa reunião, verifica-se, além das disposições que complementam os princípios discutidos nas reuniões anteriores, o início do processo de uma pormenorizada análise realizada pelo FBS em relação a cada uma das nações envolvidas e uma preocupação em deixar expressa a evolução de desenvolvimento da reforma financeira necessária para alcançar a estabilidade econômica mundial. No documento *Seoul Summit Document*, há expressa essa preocupação, conforme segue:

> 37. Também nos comprometemos firmemente a trabalhar de forma internacional, consistente e não discriminatória, para fortalecer a regulamentação e a supervisão de *hedge funds*, derivados OTC e agências de classificação de crédito. Reafirmamos a importância de implementar plenamente os padrões do FSB para uma compensação sólida. Nós aprovamos as recomendações do FSB para a implementação de reformas de mercado de derivados OTC, projetadas para implementar plenamente nossos compromissos anteriores de forma internacionalmente consistente, reconhecendo a importância de condições equitativas. Pedimos ao FSB que monitorize o progresso regularmente. Congratulamo-nos com o trabalho em curso pelo Comitê de Sistemas de Pagamento e Liquidação e pela Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO) sobre as normas da contraparte central. Também aprovamos os princípios do FSB sobre a redução da dependência das classificações de crédito externas. Os setores padrão, os participantes do mercado, os supervisores e os bancos centrais não devem confiar mecanicamente nas avaliações de crédito externas[72].

Ademais, esse documento indicou a necessidade de criar atenção para o desenvolvimento futuro de um trabalho sobre a regulação e a supervisão do mercado de derivativos de mercadorias[73].

Por sua vez, a *Policy Commitments by G20 Members* apresenta uma tabela contendo os compromissos de cada uma das nações e a evolução regulatória nacional até o momento.[74] A importância de citar essa política está no sentido de destacar o processo de avaliação de cada uma das regulamentações sobre mercados financeiros com a intenção de mais adiante alcançar uma padronização dos derivativos de balcão e a harmonização de regras e condições

---

[72] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20seoul-commitments.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017. Tradução livre do original em inglês: "*37. We also firmly recommitted to work in an internationally consistent and non-discriminatory manner to strengthen regulation and supervision on hedge funds, OTC derivatives and credit rating agencies. We reaffirmed the importance of fully implementing the FSB's standards for sound compensation. We endorsed the FSB's recommendations for implementing OTC derivatives market reforms, designed to fully implement our previous commitments in an internationally consistent manner, recognizing the importance of a level playing field. We asked the FSB to monitor the progress regularly. We welcomed ongoing work by the Committee on Payment and Settlement Systems and the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) on central counterparty standards. We also endorsed the FSB's principles on reducing reliance on external credit ratings. Standard setters, market participants, supervisors and central banks should not rely mechanistically on external credit ratings.*".

[73] Tradução livre do original em inglês: "*We called especially on IOSCO's taskforce on commodity futures markets to report to the FSB for consideration of next steps in April 2011 on its important work*".

[74] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20seoul-commitments.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

a eles aplicáveis e às contrapartes centrais, especialmente na utilização dessas CCP para compensar e liquidar obrigações decorrentes daqueles derivativos.

1.12.6 Sexta reunião – Cannes, novembro de 2011

Passemos a avaliar a reunião de numero 6 do G20 sobre mercados financeiros e economia mundial[75]. Essa reunião foi realizada em Cannes, França (*Palais des Festivals*), nos dias 3 e 4 de novembro de 2011[76], da qual resultaram os seguintes documentos oficiais: *Final Declaration - Building Our Common Future: Renewed Collective Action for the Benefit of All*[77]; *Final Communiqué*[78]; e *Cannes Action Plan for Growth and Jobs, with annex of commitments per member*[79]. Em anexo aos documentos oficiais, estavam: *2011 Report of the Development Working Group, October 28, 2011*[80]; *G20 Labour and Employment Ministers' conclusions, September 27, 2011*[81]; *G20 Action Plan to Support the Development of Local Currency Bond Markets, October 15, 2011*[82]; *G20 Principles for Cooperation between the IMF and Regional Financing Arrangements, October 15, 2011*[83]; *G20 Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences, October 15, 2011*[84]; *Global Partnership for Financial Inclusion Report to Leaders, November 5, 2011*[85]; *Agriculture Ministers' Action Plan on Food Price Volatility and Agriculture, June 23, 2011*[86].

---

[75] Cf. <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2011cannes.html>. Acesso em: 20 jun. 2017. Ver também *"The Summit by Theme": Outcomes of the Cannes Summit* (4 de novembro de 2011), produzido pelo governo francês, que presidiu os trabalhos do G20 de 4 de novembro de 2011 Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-g20-france-outcomes.html>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[76] Nessa oportunidade houve a reunião do G8 também.

[77] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-declaration-111104-en.html>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[78] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-communique-111104-en.html. Acesso em: 20 jun. 2017.

[79] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-action-111104-en.html> e <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-action-annex-111104-en.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[80] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-dwg-111028-en.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[81] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-labour-110927-en.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[82] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-finance-action-plan-currency-111015-en.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[83] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-finance-principles-111015-en.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[84] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-finance-capital-flows-111015-en.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[85] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-global-partnership-report.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[86] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-agriculture-plan-en.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

Outro importante documento é o relatório elaborado por David Cameron, primeiro ministro do Reino Unido (Novembro, 2011), qual seja *Governance for Growth: Building Consensus for the Future*[87].

De acordo com a *Cannes Summit Final Declaration*, especificamente em relação à obrigação de utilização de contraparte central para o mercado de derivativos de balcão:

> Cumprir os nossos compromissos, nomeadamente sobre os bancos, os derivados OTC, as práticas de compensação e as agências de classificação de crédito, e intensificar o nosso acompanhamento para acompanhar as deficiências 23. Estamos empenhados em melhorar a resiliência dos bancos aos choques financeiros e econômicos. Com base nos progressos realizados até o momento, pedimos às jurisdições que atinjam seu compromisso de implementar de forma plena e consistente o quadro baseado em risco de Basileia II, bem como os requisitos adicionais de Basileia II-5 sobre atividades de mercado e securitização até o final de 2011 e a capital de Basileia III e os padrões de liquidez, respeitando os períodos de observação e as cláusulas de revisão, a partir de 2013 e completando a implementação completa até 1 de janeiro de 2019. 24. A reforma dos mercados de derivativos em excesso é crucial para construir um sistema financeiro mais resiliente. Todos os contratos de derivativos de balcão padronizados devem ser negociados em bolsas ou plataformas de negociação eletrônica, quando apropriado e com clareza central, até o final de 2012; Os contratos de derivativos OTC devem ser reportados para armazenar repositórios, e os contratos não descontinuados devem estar sujeitos a requisitos de capital mais elevados. Aceitamos cooperar ainda mais para evitar lacunas e sobreposições de regulamentos. Um grupo de coordenação está sendo estabelecido pelo FSB para abordar algumas dessas questões, complementando o grupo de trabalho de derivados OTC existente. Nós subscrevemos o relatório de progresso do FSB sobre a implementação e pedimos ao CPSS e à IOSCO que trabalhem com o FSB para levar adiante o trabalho sobre a identificação de dados que possam ser fornecidos de e para os repositórios de transações e para definir princípios ou orientações sobre o acesso dos reguladores e supervisores aos dados mantidos nos repositórios de transações. Solicitamos ao Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (BCBS), à Organização Internacional para a Comissão de Valores Mobiliários (IOSCO), juntamente com outras organizações relevantes, para desenvolver padrões de consulta sobre a margem de derivativos OTC não compensados de forma centralizada até junho de 2012 e no FSB para continuar a informar sobre o progresso no cumprimento de nossos compromissos sobre derivativos OTC. 25. Reafirmamos o nosso compromisso de desencorajar as práticas de compensação que levam a uma tomada excessiva de riscos, implementando os princípios e normas de compensação acordados do FSB. Embora tenham sido feitos bons progressos, impedimentos para a implementação completa permanecem em algumas jurisdições. Solicitamos, portanto, ao FSB que realize um monitoramento contínuo e relatórios públicos sobre práticas de compensação voltadas para lacunas e impedimentos remanescentes para a plena implementação desses padrões e levando a cabo um processo bilateral de tratamento de queixas em andamento para abordar questões de igualdade de condições de empresas individuais. Com base nos resultados desse monitoramento contínuo, pedimos ao FSB que considere qualquer orientação adicional sobre a definição de tomadores de risco material e o escopo e o calendário do processo de revisão pelos pares. 26. Reafirmamos o nosso compromisso de reduzir a confiança das autoridades e das instituições financeiras nas classificações de crédito externas e convidamos os setters, os participantes do mercado, os supervisores e os bancos centrais a implementar os princípios e as práticas finais do FSB que dependem mecanicamente dessas classificações. Pedimos ao FSB que informe aos nossos Ministros das Finanças e Governadores dos Bancos Centrais na reunião de fevereiro sobre os progressos realizados nesta área por setores e jurisdições padrão

[87] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cameron-report.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

> contra esses princípios. 27. Aceitamos intensificar o nosso acompanhamento das reformas regulatórias financeiras, informar sobre o nosso progresso e acompanhar as nossas deficiências. Para isso, subscrevemos a estrutura de coordenação do FSB para o monitoramento da implementação, principalmente em áreas-chave, como os quadros de capital e liquidez de Basileia, as reformas de derivados OTC, práticas de compensação, políticas G-SIFI, estruturas de resolução e bancos paralelos. Este trabalho basear-se-á nas atividades de monitoramento realizadas pelos órgãos de configuração padrão na medida do possível. Ressaltamos a necessidade de reportar os resultados desse monitoramento ao público, inclusive em uma base anual, através de um painel de semáforos preparado pelo FSB. Congratulamo-nos com a sua primeira publicação hoje e nos comprometemos a tomar todas as medidas necessárias para progredir nas áreas em que as deficiências foram identificadas. Dirigindo-se à questão muito grande para faltar 28. Estamos determinados a garantir que nenhuma empresa financeira seja "muito grande para falhar" e que os contribuintes não devem suportar os custos da resolução. Para tanto, apoiamos o quadro político abrangente do FSB, que compreende um novo padrão internacional para regimes de resolução, supervisão mais intensiva e efetiva e requisitos para cooperação transfronteiriça e planejamento de recuperação e resolução, bem como, a partir de 2016, absorção de perdas adicionais para esses bancos são determinados como instituições financeiras globais de importância sistêmica (G-SIFIs). O FSB publica hoje uma lista inicial de G-SIFIs, que será atualizado anualmente em novembro. Vamos implementar os padrões e recomendações do FSB dentro dos prazos acordados e comprometer-se a realizar as mudanças legislativas necessárias, intensificar a cooperação entre as autoridades e fortalecer a supervisão. 29. Solicitamos ao FSB, em consulta com o BCBS, que apresente um relatório de progresso na reunião do G20 sobre Finanças de abril sobre a definição das modalidades para estender rapidamente o quadro G SIFI a bancos domésticos de importância sistêmica. Pedimos também à IAIS que continue trabalhando em um quadro comum para a supervisão de grupos de seguros ativos internacionalmente, convide o CPSS e a IOSCO a continuar seu trabalho em infraestruturas de mercado sistemicamente importantes e o FSB, em consulta com a IOSCO, para preparar metodologias para identificar sistemas importantes entidades financeiras não bancárias até o final de 2012.[88]

---

[88] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cameron-report.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.. Tradução livre do original em inglês: "*Meeting our commitments notably on banks, OTC derivatives, compensation practices and credit rating agencies, and intensifying our monitoring to track deficiencies 23. We are committed to improve banks' resilience to financial and economic shocks. Building on progress made to date, we call on jurisdictions to meet their commitment to implement fully and consistently the Basel II risk-based framework as well as the Basel II-5 additional requirements on market activities and securitization by end 2011 and the Basel III capital and liquidity standards, while respecting observation periods and review clauses, starting in 2013 and completing full implementation by 1 January 2019. 24. Reforming the over the counter derivatives markets is crucial to build a more resilient financial system. All standardized over-the-counter derivatives contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and centrally cleared, by the end of 2012; OTC derivatives contracts should be reported to trade repositories, and non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements. We agree to cooperate further to avoid loopholes and overlapping regulations. A coordination group is being established by the FSB to address some of these issues, complementing the existing OTC derivatives working group. We endorse the FSB progress report on implementation and ask the CPSS and IOSCO to work with FSB to carry forward work on identifying data that could be provided by and to trade repositories, and to define principles or guidance on regulators' and supervisors' access to data held by trade repositories. We call on the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), the International Organization for Securities Commission (IOSCO) together with other relevant organizations to develop for consultation standards on margining for non-centrally cleared OTC derivatives by June 2012, and on the FSB to continue to report on progress towards meeting our commitments on OTC derivatives. 25. We reaffirm our commitment to discourage compensation practices that lead to excessive risk taking by implementing the agreed FSB principles and standards on compensation. While good progress has been made, impediments to full implementation remain in some jurisdictions. We therefore call on the FSB to undertake an ongoing monitoring and public reporting on compensation practices focused on remaining gaps and impediments to full implementation of these standards and carry out an on-going bilateral*

A reforma da governança global foi considerada necessária, conforme consta do documento *Cannes Summit Communiqué*:

> Reformando a governança global para o século XXI - 30. Congratulamo-nos com o relatório do primeiro-ministro britânico David Cameron sobre governança global. Concordamos que o G20 deve continuar a ser um grupo informal. Nós decidimos formalizar a troika. Nós buscaremos um envolvimento consistente e efetivo com não membros, incluindo as Nações Unidas, e agradecemos suas contribuições para o nosso trabalho. 31. Reafirmamos que o espírito fundador do G20 de reunir as principais economias em pé de igualdade para catalisar a ação é fundamental e, portanto, concorda em colocar nossa vontade política coletiva em nossa agenda econômica e financeira, e a reforma e o trabalho mais efetivo das organizações internacionais relevantes. Instituições. Nós apoiamos reformas a serem implementadas dentro da FAO e do FSB. Comprometemo-nos a fortalecer nosso quadro comercial multilateral. Pedimos às organizações internacionais, especialmente a ONU, a OMC, a OIT, o BM, o FMI e a OCDE, para melhorar o seu diálogo e cooperação, incluindo o impacto social das políticas econômicas e intensificar sua coordenação. No dia 1 de dezembro. 2011, o México começará a presidir o G20. Nós nos reuniremos nos em Los Cabos, Baja California, em junho de 2012, sob a presidência do México. A Rússia presidirá o G20 em 2013, a Austrália em 2014 e a Turquia em 2015. Também concordamos, como parte de nossas reformas para o G20, que, após 2015, as presidências anuais do G20 serão escolhidas entre os grupos regionais rotativos, começando pelo Agrupamento asiático composto por China, Indonésia, Japão e Coréia. 32. Agradecemos a França pela Presidência do G20 e pela sede da bem sucedida Cimeira de Cannes.[89]

---

complaint handling process to address level playing field concerns of individual firms. Based on the findings of this ongoing monitoring, we call on the FSB to consider any additional guidance on the definition of material risk takers and the scope and timing of peer review process. 26. We reaffirm our commitment to reduce authorities' and financial institutions' reliance on external credit ratings, and call on standard setters, market participants, supervisors and central banks to implement the agreed FSB principles and end practices that rely mechanistically on these ratings. We ask the FSB to report to our Finance Ministers and Central Bank Governors at their February meeting on progress made in this area by standard setters and jurisdictions against these principles. 27. We agree to intensify our monitoring of financial regulatory reforms, report on our progress and track our deficiencies. To do so, we endorse the FSB coordination framework for implementation monitoring, notably on key areas such as the Basel capital and liquidity frameworks, OTC derivatives reforms, compensation practices, G-SIFI policies, resolution frameworks, and shadow banking. This work will build on the monitoring activities conducted by standard setting bodies to the extent possible. We stress the need to report the results of this monitoring to the public including on an annual basis through a traffic lights scoreboard prepared by the FSB. We welcome its first publication today and commit to take all necessary actions to progress in the areas where deficiencies have been identified. Addressing the too big to fail issue 28. We are determined to make sure that no financial firm is "too big to fail" and that taxpayers should not bear the costs of resolution. To this end, we endorse the FSB comprehensive policy framework, comprising a new international standard for resolution regimes, more intensive and effective supervision, and requirements for cross-border cooperation and recovery and resolution planning as well as, from 2016, additional loss absorbency for those banks determined as global systemically important financial institutions (G-SIFIs). The FSB publishes today an initial list of G-SIFIs, to be updated each year in November. We will implement the FSB standards and recommendations within the agreed timelines and commit to undertake the necessary legislative changes, step up cooperation amongst authorities and strengthen supervisory mandates and powers. 29. We ask the FSB in consultation with the BCBS, to deliver a progress report by the G20 April Finance meeting on the definition of the modalities to extend expeditiously the G SIFI framework to domestic systemically important banks. We also ask the IAIS to continue its work on a common framework for the supervision of internationally active insurance groups, call on CPSS and IOSCO to continue their work on systemically important market infrastructures and the FSB in consultation with IOSCO to prepare methodologies to identify systemically important non-bank financial entities by end-2012".

[89] Tradução livre do original em inglês: "*Reforming global governance for the 21st century - 30. We welcome the report of UK Prime Minister David Cameron on global governance. We agree that the G20 should remain an informal group. We decide to formalise the Troika. We will pursue consistent and effective engagement with non-members, including the UN and we welcome their contributions to our work. 31. We*

No plano de ação dessa reunião foi reforçado o compromisso para implementação de regras e condições relativas aos mercados de derivativos, conforme segue:

> 4. Nos comprometemos com a implementação plena e tempestiva da agenda de reforma do setor financeiro, acordada por meio de Seul, incluindo: implementar Basileia II, II.5 e III ao longo dos prazos acordados; esforço de supervisão mais intenso; obrigações de compensação e negociação para derivativos OTC; padrões e princípios para práticas de compensação mais consistentes, alcançando um único conjunto de normas contábeis globais de alta qualidade; um quadro abrangente para enfrentar os riscos colocados por instituições financeiras de importância sistêmica; e reforçou a regulamentação e supervisão da operação bancária paralela. Nós aprovamos o relatório conjunto do FMI / BM / FSB sobre questões de estabilidade financeira em mercados emergentes e economias em desenvolvimento.[90]

1.12.7 Sétima reunião – Los Cabos, junho de 2012

A sétima reunião da cúpula do G20 sobre mercados financeiros e economia mundial[91] foi realizada na cidade de Los Cabos, Baja California, México, nos dias de 18 e 19 de junho de 2012, e apresentou como resultado das discussões a *Los Cabos G20 Leaders Declaration*[92], o *The Los Cabos Growth and Jobs Action Plan*[93], a *Policy Commitments by G20 members*[94] e o *2012 Progress Report of the Development Working Group*[95].

---

reaffirm that the G20's founding spirit of bringing together the major economies on an equal footing to catalyze action is fundamental and therefore agree to put our collective political will behind our economic and financial agenda, and the reform and more effective working of relevant international institutions. We support reforms to be implemented within the FAO and the FSB We have committed to strengthen our multilateral trade framework. We call on international organisations, especially the UN, WTO, the ILO, the WB, the IMF and the OECD, to enhance their dialogue and cooperation, including on the social impact of economic policies, and to intensify their coordination. On December 1st. 2011, Mexico will start chairing the G20. We will convene in Los Cabos, Baja California, in June 2012, under the Chairmanship of Mexico. Russia will chair the G20 in 2013, Australia in 2014 and Turkey in 2015. We have also agreed, as part of our reforms to the G20, that after 2015, annual presidencies of the G20 will be chosen from rotating regional groups, starting with the Asian grouping comprising of China, Indonesia, Japan and Korea. 32. We thank France for its G20 Presidency and for hosting the successful Cannes Summit.".

[90] Tradução livre do original em inglês: "*4. We commit to the full and timely implementation of the financial sector reform agenda agreed up through Seoul, including: implementing Basel II, II.5 and III along the agreed timelines; more intensive supervisory effort; clearing and trading obligations for OTC derivatives; standards and principles for sounder compensation practices, achieving a single set of high quality global accounting standards; a comprehensive framework to address the risks posed by systemically important financial institutions; and, strengthened regulation and oversight of shadow banking. We endorsed the joint IMF/WB/FSB report on financial stability issues in emerging markets and developing economies.*".

[91] Cf. <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2012loscabos.html>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[92] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2012/2012-0619-loscabos.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[93] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2012/2012-0619-loscabos-actionplan.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[94] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2012/2012-0619-loscabos-commitments.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2017.

[95] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2012/2012-0619-dwg.pdf>. Acesso em:21 jun. 2017.

De acordo com a declaração oficial de finalização das discussões realizadas depois de avaliada a evolução dos trabalhos das nações envolvidas de 2008 a 2012:

> 38. Em particular, reconhecemos os progressos substanciais alcançados nas áreas de reforma prioritárias identificadas pelo Quadro de Coordenação do FSB para o Monitoramento da Implementação (CFIM): o quadro de capital e liquidez de Basileia; o quadro para instituições financeiras globais sistemicamente importantes (GSIFIs), regimes de resolução, reformas de derivativos de balcão (OTC), bancos paralelos e práticas de compensação. Comprometemo-nos a completar o trabalho nessas áreas importantes para alcançar a plena implementação das reformas.
> 39. Reafirmamos o nosso compromisso de que todos os contratos de derivados OTC padronizados devem ser negociados em bolsas ou plataformas de negociação eletrônica, quando apropriado, e compensados por meio de contrapartes centrais até o final de 2012, os contratos de derivados OTC devem ser reportados para repositórios de negociação e contratos sem compensação central devem estar sujeitos a requisitos de capital mais elevados. Congratulamo-nos com o relatório de progresso do FSB sobre a implementação. Agora que foram alcançados progressos substanciais nas quatro salvaguardas para um quadro global resiliente e eficiente para o clearing central, as jurisdições devem rapidamente finalizar sua tomada de decisão e implementar a legislação e os regulamentos necessários para cumprir o compromisso do G20 para o clearing central. Reconhecemos os progressos realizados para desenvolver os princípios fundamentais para promover normas mínimas internacionalmente consistentes para a margem de derivativos não incluídos na central e incentivar os formuladores de padrões internacionais a finalizar os padrões propostos de margem global até o final deste ano, para corresponder ao prazo de implementação para outras reformas de derivados OTC e para o quadro de capital de Basileia.
> 41. Reitera nosso compromisso de tornar nossos regimes de resolução nacionais consistentes com os Atributos-chave do FSB de Regimes de Resolução Efetiva de modo que nenhum banco ou outra instituição financeira seja "muito grande para falhar". Para esse fim, também apoiamos a elaboração contínua de planos de recuperação e resolução e acordos de cooperação transfronteiriça específicos de cada instituição para todos os G-SIFIs. Reitera nosso compromisso de fortalecer a intensidade e a eficácia da supervisão das SIFIs e pedir ao FSB que informe sobre novos avanços nesta área para os Ministros das Finanças do G20 de novembro de 2012 e reunião dos Governadores do Banco Central.
> 42. Congratulamo-nos com o desenvolvimento de um conjunto de princípios como um quadro comum para a identificação e medidas políticas relativas a bancos nacionais de importância sistémica (D-SIBs) e peça aos nossos Ministros das Finanças e Governadores dos Bancos Centrais que revisem as recomendações nessas áreas em sua reunião de novembro. Apoiamos o trabalho contínuo para o fortalecimento da supervisão e regulamentação do sistema bancário paralelo e esperamos que nossos Ministros das Finanças e Governadores do Banco Central revisem as recomendações nessas áreas em sua reunião de novembro. Pedimos ao FSB em consulta com a Associação Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) para concluir seu trabalho sobre identificação e políticas para seguradoras globais de importância sistêmica em abril de 2013. Para reduzir o risco sistêmico, aguardamos a preparação pelo FSB em consulta com a Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO) de metodologias para identificar outras entidades financeiras não bancárias de importância sistêmica até o final de 2012 e solicitar ao Comitê de Sistemas de Pagamento e Liquidação (CPSS) e IOSCO que continuem seu trabalho em infraestruturas de mercado de importância sistêmica. Pedimos também à IAIS que continue seu trabalho para desenvolver um quadro comum para a supervisão de grupos de seguros ativos internacionalmente até o final de 2013. [...]
> 61. Reconhecemos a importância da recuperação econômica global da manutenção da estabilidade nos mercados internacionais de commodities. Ressaltamos a importância dos mercados de produtos físicos e financeiros funcionais e transparentes e reduzimos a volatilidade excessiva dos preços para alcançar a

> segurança alimentar e um forte crescimento sustentável e inclusivo. Reconhecemos que a volatilidade excessiva dos preços das commodities tem implicações significativas para todos os países, aumentando a incerteza para os atores da economia e dificultando potencialmente a estabilidade dos orçamentos e a previsibilidade do planejamento econômico. Reconhecemos que atenuar os efeitos negativos da volatilidade dos preços das commodities sobre os mais vulneráveis é um componente importante da redução da pobreza e do crescimento econômico. Por conseguinte, subscrevemos as conclusões do relatório do G20 sobre os impactos macroeconómicos da volatilidade excessiva dos preços das commodities sobre o crescimento e a identificação das opções políticas que os países poderiam considerar, tendo em conta as circunstâncias nacionais para mitigar qualquer efeito. Também reconhecemos e apreciamos a participação e contribuições valiosas do FMI, do Banco Mundial e da UNCTAD. Solicitamos aos Ministros das Finanças que informem em 2013 sobre o progresso no contributo do G20 para facilitar o melhor funcionamento desses mercados físicos, tomando nota das possíveis áreas de trabalho adicionais delineadas no relatório. Reafirmamos o nosso compromisso de aprimorar transparência e evitar abusos nos mercados de commodities financeiras, incluindo OTC, com poderes de intervenção efetivos para os reguladores e autoridades de mercado e um quadro adequado de regulamentação e supervisão. A este respeito, aguardamos o relatório da IOSCO sobre a implementação de suas recomendações sobre os mercados de derivativos de commodities até novembro de 2012.[96]

---

[96] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2012/2012-0619-dwg.pdf>. Acesso em:21 jun. 2017. Tradução livre do original em inglês: "*38. In particular, we recognize the substantial progress to date in the priority reform areas identified by the FSB's Coordination Framework for Implementation Monitoring (CFIM): the Basel capital and liquidity framework; the framework for global systemically important financial institutions (GSIFIs), resolution regimes, over-the-counter (OTC) derivatives reforms, shadow banking, and compensation practices. We commit to complete work in these important areas to achieve full implementation of reforms. 39. We reaffirm our commitment that all standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012, OTC derivative contracts should be reported to trade repositories and non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements. We welcome the FSB progress report on implementation. Now that substantial progress has been achieved in the four safeguards for a resilient and efficient global framework for central clearing, jurisdictions should rapidly finalize their decision-making and put in place the needed legislation and regulations to meet the G20 commitment for central clearing. We acknowledge the progress made to develop the key principles to promote internationally consistent minimum standards for the margining of non-centrally cleared derivatives and encourage international standard setters to finalize the proposed global margin standards by the end of this year, to match the implementation deadline for other OTC derivatives reforms and for the Basel capital framework. 41. We reiterate our commitment to make our national resolution regimes consistent with the FSB Key Attributes of Effective Resolution Regimes so that no bank or other financial institution is "too big to fail". To this end, we also support the ongoing elaboration of recovery and resolution plans and institution-specific cross-border cooperation agreements for all G-SIFIs. We reiterate our commitment to strengthen the intensity and effectiveness of the supervision of SIFIs and ask the FSB to report on further progress in this area to the November 2012 G20 Finance Ministers and Central Bank Governors' meeting. 42. We welcome progress on developing a set of principles as a common framework for the identification of, and policy measures relating to, domestic systemically important banks (D-SIBs) and ask our Finance Ministers and Central Bank Governors to review recommendations in these areas at their meeting in November. We support continuing work for the strengthening of the oversight and regulation of the shadow banking system, and look forward to our Finance Ministers and Central Bank Governors reviewing recommendations in these areas at their meeting in November. We ask the FSB in consultation with the International Association of Insurance Supervisors (IAIS) to complete their work on identification and policy measures for global systemically important insurers by April 2013. Towards reducing systemic risk, we look forward to the preparation by the FSB in consultation with International Organization of Securities Commissions (IOSCO) of methodologies to identify other systemically important non-bank financial entities by end-2012 and call on Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) and IOSCO to continue their work on systemically important market infrastructures. We also ask the IAIS to continue its work to develop a common framework for the supervision of internationally active insurance groups by end-2013.* […] *61. We recognize the importance to the global economic recovery of maintaining stability in*

A discussão se mostrou, até 2012, desenvolvida ao redor do esforço de buscar que as nações envolvidas implementassem os compromissos assumidos nos prazos acordados. Embora houvesse discussões e trabalhos realizados, verificou-se que havia muitas diferenças entre as legislações sobre mercados financeiros, o que, com as reuniões realizadas e a cooperação entre as nações se busca eliminar essas discrepâncias e alcançar a existências de regras harmônicas entre as jurisdições envolvidas no mercado financeiro que, como se vê, não é mais local, mas sim, global.

Importante notar que outros assuntos relacionados à economia mundial passaram a ocupar espaços nas discussões de cúpula do G20 a partir da reunião de Los Cabos, uma vez que os direcionamentos dados pelas reuniões até 2012 exclusivamente sobre mercados financeiros estavam ainda sendo implementados pelos países envolvidos e o FSB ficou com a tarefa, em conjunto com o BIS e a IOSCO, de monitorar a reforma financeira e auxiliar em sua implementação. As reuniões de cúpula, portanto, a partir de 2008, apesar de manter a sua importância e o seu papel determinado a partir de 2008 para a reabilitação e o fortalecimento da saúde e estabilidade do sistema financeiro mundial, passou a ter um caráter de acompanhamento e modelamento das metas já estabelecidas anteriormente. Questões como emprego e garantias sociais, agricultura e fornecimento de alimento, e crescimento eco sustentável tomaram espaço antes ainda não possíveis tendo em vista a situação crítica que se encontrava a crise financeira que se iniciou em 2008. As próximas reuniões de cúpula do G20 não são menos importantes para o desenvolvimento da obrigação de utilização de contraparte central para compensação e liquidação de obrigações decorrentes de operações envolvendo derivativos do mercado de balcão, mas as discussões mais detalhadas e com

---

international commodity markets. We stress the importance of well-functioning and transparent physical and financial commodities' markets and reduced excessive price volatility to achieve food security and strong growth that is both sustainable and inclusive. We recognize that excessive commodity price volatility has significant implications for all countries, increasing uncertainty for actors in the economy and potentially hampering stability of the budgets, and predictability of economic planning. We recognize that mitigating the negative effects of commodity price volatility on the most vulnerable is an important component of reducing poverty and boosting economic growth. We therefore endorse the conclusions of the G20 report on the macroeconomic impacts of excessive commodity price volatility on growth and its identification of policy options that countries could consider, taking account of national circumstances to mitigate any such effect. We also acknowledge and appreciate the participation and valuable inputs of the IMF, World Bank and UNCTAD. We ask our Finance Ministers to report in 2013 on progress on the G20's contribution to facilitate better functioning of these physical markets, taking note of possible areas of further work outlined in the report. We reaffirm our commitment to enhance transparency and avoid abuse in financial commodity markets, including OTC, with effective intervention powers for market regulators and authorities and an appropriate regulation and supervisory framework. In this regard we look forward to IOSCO's report on the implementation of its recommendations on commodity derivatives markets by November 2012".

conteúdo específico sobre esse assunto passaram a ser direcionados no âmbito do FSB, do BIS e da IOSCO. Após passar pela análise das próximas reuniões, voltaremos para a avaliação dos principais documentos elaborados por essas entidades internacionais voltados para os derivativos de balcão e câmaras de compensação e liquidação que atuam como contrapartes centrais.

Verificou-se esse *status* de implementação da reforma financeira em comparação a outros assuntos envolvidos na reunião de cúpula do G20 a partir do gráfico elaborado pela OCDE, segundo o qual, até 2012, um pouco mais de 20% de toda a legislação voltada para o mercado financeiro das nações envolvidas no G20 que deveriam ter passado pela reforma tinham sido reformados, estando uma pouca porcentagem ainda pendente e a sua maior parte (i.e. aproximadamente 75%) estava em processo de implementação.[97]

1.12.8 Oitava reunião – Saint Petersburg, setembro de 2013

A oitava reunião de cúpula do G20[98] foi realizada na cidade de Saint Petersburg, na Rússia, nos dias 5 e 6 de setembro de 2013, após a qual foram elaborados os seguintes documentos oficiais: *St Petersburg G20 Leaders` Declaration*[99] e seus anexos *St Petersburg Action Plan*[100], *Annex 1: St. Petersburg Fiscal Templates – G20 Advanced Economies*[101], *Annex 2: St. Petersburg Fiscal Templates – G20 Emerging Market Economies*[102], *Annex 3: MAP Policy Templates*[103], *Annex 4: The St. Petersburg Accountability Assessment and Progress Towards Strong, Sustainable, and Balanced Growth*[104-105], *G20 Study Group on Financing for Investment, July 2013*[106], *G20/OECD High-Level Principles of Long-Term*

---

[97] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/Accountability_Assessment_Charts_FINAL.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[98] Cf. <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2013stpetersburg.html>. Acesso em: 21 jun. 2017. Disponível no site oficial do evento <http://en.g20russia.ru/documents/>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[99] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/2013-0906-declaration.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[100] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2013/2013-0906-plan.html. Acesso em: 21 jun. 2017.

[101] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/Annex_1_-_St_Petersburg_Fiscal_Strategies___AEs___FINAL.pdf>. Acesso em: 21 jun. 201721/06/2017.

[102] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/Annex_2_-_St_Petersburg_Fiscal_Strategies___EMEs_FINAL.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[103] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/Annex_3_MAP_Policy_Commitments_by_Members_September_5.pdf. Acesso em: 21 jun. 2017.

[104] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/Accountabilty_Assessment_FINAL.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[105] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/Accountability_Assessment_Charts_FINAL.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[106] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/G20_Workplan_on_Financing_for_Investment.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

Investment Financing by Institutional Investors, September 2013[107], *Advancing Transparency in Regional Trade Agreements, September 6, 2013*[108], *G20 Roadmap Towards Strengthened Oversight and Regulation of Shadow Banking, September 6, 2013*[109], *Global Partnership for Financial Inclusion, September 5, 2013*[110], *St. Petersburg Accountability Report on G20 Development Commitments, August 28, 2013*[111], *G20 Anti-Corruption Working Group Progress Report 2013, September 6, 2013*[112], bem como *G20 5th Anniversary Vision Statement, September 6, 2013*[113], *Tax Annex to the Saint Petersburg G20 Leaders Declaration, September 5, 2013*[114] e *St. Petersburg Development Outlook, September 5, 2013*[115].

Conforme consta do documento *G20 5th Anniversary Vision Statement*, o qual faz uma análise da evolução das discussões decorridas desde 2008, os propósitos do G20 ainda se perpetuavam e foram reafirmados à medida que consideraram esse grupo o fórum mais primordial para a cooperação econômica internacional. Conforme consta desse document, as decisões tomadas em Washington, Londres e Pittsburgh estimularam decisivamente a economia mundial, restaurou o crescimento, recapitalizou instituições financeiras, lançou um ambicioço programa para reforma do setor financeiro, manteve o mercado aberto e reprimiu os paraísos fiscais. De forma significativa, foi estabelecido o FSB representando mais que 80% da economia mundial, triplicaram os recursos disponíveis para o FMI and traçou o caminho para a nova estrutura de um crescimento forte, sustentável e equilibrado. A coordenação internacional realizada até aquele momento demonstrou eficaz no sentido que respondeu à necessidade de ajudar o mercado que se encontrava em situação crítica e reverteu a situação que caminhava para uma depressão global. O importante desse balanço após 5 anos se refere ao fato de terem sido iniciados trabalhos de parceria e desenvolvimento

[107] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/High-Level_Principles_LTI_financing_by_institutional_investrors.pdf.> Acesso em: 21 jun. 2017.
[108] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/2013-0906-rta.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[109] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/2013-0906-roadmap.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[110] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/GPFI_Report_to_the_Leaders.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[111] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/Saint_Petersburg_Accountability_Report_on_G20_Development_Commitments.pdf. Acesso em:21/06/2017>.
[112] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/G20_Anti-Corruption_Working_Group_Progress_Report_2013.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[113] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/2013-0906-vision.html>. Acesso em:21 jun. 2017.
[114] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/2013-0905-tax.html>. Acesso em:21 jun. 2017.
[115] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/Saint_Petersburg_Development_Outlook.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

também com países fora do G20 com a intenção de diminuir o espaço existente entre esses países e os países considerados avançados economicamente e reduzir a pobreza.

Apesar do progresso avaliado e do reconhecido aumento da resiliência do mercado financeiro mundial, ainda muito progresso havia de ser alcançado e os trabalhos apenas se intensificaram desde aquele momento, especialmente em relação ao desenvolvimento das novas estruturas e focu na qualidade das análises e recomendações das organizações interancionais, sobretudo do FMI, Banco Mundial, OCDE, FSB, Nações Unidas, Organização Internacional do Trabalho e OMC.

Foi reconhecido, dessa forma, o esforço da coordenação internacional para um propósito único e para o bem comum da sociedade econômica mundia.

Conforme consta dos documentos oficiais publicados após as discussões dessa oitava reunião, especificamente da *St Petersburg G20 Leaders' Declaration*, cabe mencionar que, em relação à regulação financeira e os resultados alcançados até setembro de 2013, bem como sobre o que se espera para o futuro, que a estrutura para o mercado de derivativos de balcão (OTC) foi finalizada em sua essência, os quais devem ser negociados em mercados de bolsa ou em plataformas eletrônicas de negociação, bem como compensados e liquidados em contrapartes centrais e todas as suas negociações devem ser comunicadas a um repositório de transações. Nesse sentido, referido documento trouxe as principais conclusões da análise após 5 (cinco) anos da referida reforma, conforme segue abaixo.

> 61. Nos últimos cinco anos, realizamos progressos substanciais na implementação de reformas internacionalmente consistentes em nossos sistemas financeiros. Todas as principais jurisdições, em parte ou na totalidade, têm:
> - implementado novos padrões globais de capital (Basileia 3);
> **- completado as estruturas necessárias para que os derivados OTC sejam negociados em bolsas ou plataformas de negociação eletrônica, compensados e liquidados de forma centralizada e reportados;**
> **- identificados os bancos e seguradoras globais de importância sistêmica, e concordado em sujeitá-los a padrões prudenciais elevados para mitigar os riscos que eles impõem ao mercado;**
> - implementado ferramentas e procedimentos acordados para a resolução ordenada de grandes instituições financeiras complexas sem perda de contribuintes tributários; e
> - progredido no tratamento de possíveis riscos sistêmicos para a estabilidade financeira decorrente do sistema bancário não regulamentado (*shadow banking*).
> A coordenação internacional e o compromisso com a implementação dessas reformas não tem precedentes. [...].
> **Estamos promovendo mercados financeiros que funcionam continuamente, tornando os mercados de derivativos mais seguros, fortalecendo a infra-estrutura do mercado e reformando as agências de classificação de crédito**.[116] (grifo nosso).

[116] Tradução livre do original em inglês: "*61. In the past five years, we have made substantial progress in implementing internationally consistent reforms to our financial systems. All major jurisdictions, in part or in full, have: implemented new global capital standards (Basel 3); completed the necessary frameworks for OTC derivatives to be traded on exchanges or electronic trading platforms, centrally cleared, and reported;*

De toda a forma, como se verifica da declaração de St. Petersburg acima mencionada, ainda se viu necessário, em 2013, o contínuo incentivo para o monitoramento e desenvolvimento do mercado de derivativos, com o objetivo de torná-los cada vez mais seguros, bem como para o fortalecimento das infraestruturas de mercado, entre as quais se incluem as câmaras de compensação e liquidação que atuam como contrapartes centrais para o mercado de derivativos de balcão.

Como é possível verificar do relatório do FSB, a reforma financeira ficou sob a sua supervisão e foram elaborados trabalhos em conjunto com o BIS e a IOSCO e com as autoridades regulatórias de cada uma das nações envolvidas no G20. De acordo com o documento *A Narrative Progress Report on Financial Reform: Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, August 30, 2013*, o FSB foi denominado pelo G20 para coordenar o desenvolvimento de uma robusta e abrangente estrutura para a regulação e supervisão global o que se chama hoje de um sistema financeiro global[117]. Verifica-se que o FSB concordou e está implementando uma série de políticas de reformas que endereçavam as linhas mestras do mercado financeiro que foram falhas à época e ocasionaram a crise financeira de 2008.

De acordo com referido relatório, o balanço realizado pelo FSB foi no sentido de que essa entidade tem se esforçado para alcançar um mercado mais seguro de derivativos . A principal deficiência identificada desse mercado era a falta de regulação, supervisão e informação correspondente. Assim, as reformas estruturais desse mercado estão concentradas em suprir essas deficiências. A livre criação de regras para esse mercado existente anteriormente passou a ser restringida e o fórum de negociação entre jurisdições

---

identified global systemically important banks and insurers, and agreed to subject them to heightened prudential standards to mitigate the risks they pose; implemented agreed tools and procedures for the orderly resolution of large, complex financial institutions without taxpayer loss; and progressed in addressing potential systemic risks to financial stability emanating from the shadow-banking system. The international coordination and commitment to the implementation of these reforms is unprecedented. But we have more work to do. We are committed to maintain the momentum of reform until the job is done. 62. Since our commitments in Washington in November 2008 we have agreed and are implementing a broad range of policy reforms that address the major fault lines that caused the crisis, and ensure that all financial institutions, markets and participants are regulated or subject to oversight appropriate to their circumstances in an internationally consistent and non-discriminatory way. Our work has advanced substantially, but is not yet complete. We are fully committed to tackling systemic risk. We are building more resilient financial institutions, making substantial progress towards ending too-big-to-fail, increasing transparency and market integrity, filling regulatory gaps and addressing the risks from shadow banking. We are promoting continuously functioning financial markets by making derivatives markets safer, strengthening market infrastructure and reforming credit rating agencies.".

[117] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/FSB_report_on_financial_reforms.pdf>. Acesso em: 21 jun.2017. Cf. p. 2, do original: "*To achieve this, the G20 called on the FSB to coordinate the development of a robust and comprehensive framework for global regulation and oversight of what is now a global financial system*".

começou a ser foco de críticas com o intuito de desestimular diferenças entre jurisdições e, assim, buscar a harmonização entre as legislações utilizadas em operações transfronteiriças[118].

1.12.9 Nona reunião – Brisbane, novembro de 2014

A nona reunião da cúpula do G20[119] foi realizada na cidade de Brisbane, na Austrália, nos dias 15 e 16 de novembro de 2014, da qual resultaram os seguintes documentos oficiais: *G20 Leaders' Communiqué*[120], *G20 Leaders' Brisbane Statement on Ebola*[121], dos quais constam como anexo os seguintes documentos: *Brisbane Action Plan*[122], *G20 Note on the Global Infrastructure Initiative and Hub*[123], *2014 Financial Inclusion Action Plan*[124], *G20 Plan to Facilitate Remittance Flows*[125], *G20 Food Security and Nutrition Framework*[126], *Development Working Group Accountability Framework*[127], *2015-16 G20 Anti-Corruption Action Plan*[128], *G20 High-Level Principles on Beneficial Ownership Transparency*[129], *G20*

[118] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2013/FSB_report_on_financial_reforms.pdf>. Acesso em: 21 jun.2017. p. 6-7.

[119] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2014brisbane.html>. Acesso em: 21 jun. 2017. Ver também site oficial da reunião do G20 ocorrido na Austrália disponível em: <http://www.g20.org/>. Acesso em: 21 jun. 2017. Outros documentos relacionados a essa reunião que trazem um contexto geral: G20 2014: Overview of Australia's Presidency, December 1, 2013. Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/G20Australia2014conceptpaper.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017; Official Resources (disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/2014-official-resources.html>. Acesso em: 21 jun. 2017); e Policy Notes and Fact Sheets produced by Australia's Presidency (disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/2014-policy-notes.html>. Acesso em: 21 jun. 2017).

[120] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/2014-1116-communique.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[121] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/2014-1115-ebola.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[122] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/brisbane_action_plan.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[123] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/g20_note_global_infrastructure_initiative_hub.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[124] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/2014_g20_financial_inclusion_action_plan.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[125] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/g20_plan_facilitate_remittance_flows.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[126] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/g20_food_security_nutrition_framework.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[127] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/g20_development_working_group_accountability_framework.pdf. Acesso em: 21 jun. 2017.

[128] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2014/g20_2014_brisbane_anti-corruption_update.pdf. Acesso em: 21 jun. 2017.

[129] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/g20_high-level_principles_beneficial_ownership_transparency.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

Principles on Energy Collaboration[130], *G20 Energy Efficiency Action Plan*[131], *The 2015 G20 Accountability Assessment Process*[132] e *2014 Accountability Assessment Report*[133].

Entre os documentos produzidos nessa reunião, o que mais destaca a reforma financeira do mercado de derivativos é o comunicado emitido ao final da reunião realizada em Brisbane, o qual traz uma visão geral do processo em andamento dessa reforma, conforme segue abaixo.

> 12. O fortalecimento da resiliência da economia global e a estabilidade do sistema financeiro são cruciais para sustentar o crescimento e o desenvolvimento. Nós cumprimos os principais aspectos dos compromissos fundamentais que assumimos em resposta à crise financeira. Nossas reformas para melhorar as posições de capital e de liquidez dos bancos e tornar os mercados de derivativos mais seguros reduzirão os riscos no sistema financeiro. Congratulamo-nos com a proposta do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB), conforme estabelecido no Anexo, exigindo bancos globais de importância sistêmica para manter capacidade de absorção de perda adicional que proteja ainda mais os contribuintes se esses bancos falharem. Registraram-se progressos no fornecimento da estrutura da rede de sombras e subscrevemos um roteiro atualizado para novos trabalhos. Aceitamos medidas para atenuar os canais de risco entre bancos e não bancos. Mas o trabalho crítico ainda é para construir um sistema financeiro mais forte e resiliente. A tarefa agora é finalizar os elementos restantes do nosso quadro de políticas e implementar plenamente as reformas regulatórias financeiras acordadas, mantendo-se alerta para novos riscos. Solicitamos às autoridades reguladoras que promovam mais progressos concretos na rápida implementação das reformas aprovadas dos derivados do G20. Incentivamos as jurisdições a adiarem-se quando se justifica, de acordo com a Declaração de São Petersburgo. Congratulamo-nos com os planos do FSB de informar sobre a implementação e os efeitos dessas reformas e as futuras prioridades do FSB. Congratulamo-nos com os progressos realizados para fortalecer a ordem e a previsibilidade do processo de reestruturação da dívida soberana.*[134]*

---

[130] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2014/g20_principles_energy_collaboration.pdf. Acesso em: 21 jun. 2017.

[131] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/g20_energy_efficiency_action_plan.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[132] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/2015_g20_accountability_assessment_process.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[133] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2014/2014_accountability_assessment_report.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[134] Ibid. Tradução livre do original em inglês: "*12. Strengthening the resilience of the global economy and stability of the financial system are crucial to sustaining growth and development. We have delivered key aspects of the core commitments we made in response to the financial crisis. Our reforms to improve banks' capital and liquidity positions and to make derivatives markets safer will reduce risks in the financial system. We welcome the Financial Stability Board (FSB) proposal as set out in the Annex requiring global systemically important banks to hold additional loss absorbing capacity that would further protect taxpayers if these banks fail. Progress has been made in delivering the shadow banking framework and we endorse an updated roadmap for further work. We have agreed to measures to dampen risk channels between banks and non-banks. But critical work remains to build a stronger, more resilient financial system. The task now is to finalise remaining elements of our policy framework and fully implement agreed financial regulatory reforms, while remaining alert to new risks. We call on regulatory authorities to make further concrete progress in swiftly implementing the agreed G20 derivatives reforms. We encourage jurisdictions to defer to each other when it is justified, in line with the St Petersburg Declaration. We welcome the FSB's plans to report on the implementation and effects of these reforms, and the FSB's future priorities. We welcome the progress made to strengthen the orderliness and predictability of the sovereign debt restructuring process.*".

Como se pode verificar, as discussões sobre reforma financeira tornaram-se mais de acompanhamento, muito embora a preocupação ainda se encontre presente. Passemos agora a avaliar a reunião seguinte do G20.

1.12.10 Décima reunião – Antalya, novembro de 2015

A décima reunião da cúpula do G20[135] foi realizada na cidade de *Antalya*, na Turquia, nos dias 15 e 16 de novembro de 2015, da qual resultaram os seguintes documentos oficiais: *G20 Leaders' Communiqué*[136] e seus anexos: *Antalya Action Plan*[137], *G20 Action Plan on Food Security and Sustainable Food Systems*[138], *G20 and Low Income Developing Countries Framework*[139], *High-Level Statement on Remittances*[140], *G20 Leaders' Call on Inclusive Business*[141], *Accountability Assessment Report*[142], *G20 Investment Strategies and G20/OECD Report on G20 Investment Strategies*[143], *Multilateral Development Banks Action Plan to Optimize Balance Sheets*[144], *G20/OECD Principles of Corporate Governance*[145], *G20/OECD High-Level Principles on SME Financing*[146], *G20 Joint Action Plan on SME Financing*[147], *The Common International Standard on Total-Loss-Absorbing-Capacity for Global Systemically Important Banks*[148], *Higher Loss Absorbency Requirements for Global*

[135] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/summits/2015antalya.html. Acesso em: 21 jun. 2017. Ver site oficial da reunião de cúpula do G20 realizada na Turquia disponível em: <http://g20turkey.org/>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[136] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/151116-communique.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[137] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/Antalya-Action-Plan.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[138] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-Action-Plan-on-Food-Security-and-Sustainable-Food-Systems.pdf. Acesso em: 21 jun. 2017.
[139] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-and-Low-Income-Developing-Countries-Framework.pdf. Acesso em: 21 jun. 2017.
[140] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/High-Level-Statement-on-Remittances.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[141] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-Leaders-Call-on-Inclusive-Business.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[142] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/Accountability-Assessment-Report.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[143] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-Investment-Strategies-and-G20-OECD-Report-on-G20-Investment-Strategies.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[144] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/Multilateral-Development-Banks-Action-Plan-to-Optimize-Balance-Sheets.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[145] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-OECD-Principles-of-Corporate-Governance.pdf. Acesso em: 21 jun. 2017.
[146] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-OECD-High-Level-Principles-on-SME-Financing.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[147] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/Joint-Action-Plan-on-SME-Financing.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[148] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/The-Common-International-Standard-on-Total-Loss-Absorbing-Capacity-for-Global-Systemically-Important-Banks.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.

Systemically Important Insurers[149], *G20 Energy Access Action Plan: Voluntary Collaboration on Energy Access*[150], *G20 Toolkit of Voluntary Options for Renewable Energy Deployment*[151], *G20 Skills Strategy, Annex to the G20 Labour and Employment Ministers Declaration*[152], *G20 Policy Priorities on Labour Income Share and Inequalities, Annex to the G20 Labour and Employment Ministers Declaration*[153], *G20 Policy Principles for Promoting Better Youth Employment Outcomes, Annex to the G20 Labour and Employment Ministers Declaration*[154], *G20 Framework on Promoting Quality Jobs, Annex to the G20 Labour and Employment Ministers Declaration*[155], *G20 High-Level Principles on Private Sector Transparency and Integrity*[156], *G20 Principles for Promoting Integrity in Public Procurement*, *G20 Anti-Corruption Open Data Principles*[157], bem como o *G20 Statement on the Fight Against Terrorism*[158].

De acordo com a declaração elaborada após as discussões realizadas na Turquia, ainda há necessidade de verificar a resiliência das contrapartes centrais utilizadas para compensação e liquidação de contratos derivativos do mercado de balcão. Assim, consta do comunicado oficial:

> 14. Ainda falta um trabalho crítico para construir um sistema financeiro mais forte e resiliente. Em particular, esperamos continuar trabalhando na resiliência da contraparte central, no planejamento de recuperação e na resolvabilidade e pedir ao FSB que nos informe nossa próxima reunião. Continuaremos a monitorar e, se necessário, abordar os riscos e vulnerabilidades emergentes no sistema financeiro, muitos dos quais podem surgir fora do setor bancário. A este respeito, fortaleceremos ainda mais a supervisão e a regulamentação da operação bancária paralela para garantir a resiliência das finanças baseadas no mercado, de forma apropriada aos riscos sistêmicos colocados. Estamos ansiosos para avançar na avaliação e tratamento, conforme apropriado, do declínio nos serviços bancários correspondentes. Agilizaremos nossos esforços para avançar ainda mais na implementação das reformas de derivativos de balcão (OTC), inclusive incentivando as jurisdições a adiarem-se, quando se justifica de acordo com a Declaração de São Petersburgo. Em frente, estamos comprometidos com a

[149] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/Higher-Loss-Absorbency-Requirements-for-Global-Systemically-Important-Insurers.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[150] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-Energy-Access-Action-Plan.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[151] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-Toolkit-of-Voluntary-Options-for-Renewable-Energy-Deployment.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[152] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-Skills-Strategy.pdf. Acesso em: 21 jun. 2017.
[153] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-Policy-Priorities-on-Labour-Income-Share-and-Inequalities.pdf. Acesso em: 21 jun. 2017.
[154] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-Policy-Principles-for-Promoting-Better-Youth-Unemployment-Outcomes.pdf. Acesso em: 21 jun. 2017.
[155] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-Framework-on-Promoting-Quality-Jobs.pdf. Acesso em: 21 jun. 2017.
[156] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-High-Level-Principles-on-Private-Sector-Transparency-and-Integrity.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[157] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/G20-Anti-Corruption-Open-Data-Principles.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[158] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2015/151116-terrorism.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.

> implementação completa e consistente do quadro regulamentar financeiro global, de acordo com os prazos acordados, e continuaremos a monitorar e abordar a implementação desigual em todas as jurisdições. Congratulamo-nos com o primeiro relatório anual do FSB sobre a implementação das reformas e seus efeitos. Continuaremos a analisar a robustez do quadro regulamentar global e a monitorar e avaliar a implementação e os efeitos das reformas e a sua consistência contínua com os nossos objetivos gerais, incluindo abordando quaisquer consequências materiais não intencionais, particularmente para mercados emergentes e economias em desenvolvimento (EMDEs)[159].

A discussão, portanto, passou do ponto de verificar "*se"* haveria a obrigação de utilização de contraparte central, para "*como"* implementar essa obrigação e, uma vez implementada, quais os riscos envolvidos e como mitigá-los, buscando uma resiliência das contrapartes centrais atuantes, impedindo que houvesse quebra dessas entidades por serem consideradas muito "grandes" (i.e. *too big to fail*).

1.12.11 Décima primeira reunião – Hangzhou, setembro de 2016

A décima primeira reunião de cúpula do G20[160] foi realizada em *Hangzhou*, na China, nos dias 4 e 5 de setembro de 2016, sendo publicados após as discussões nela realizada os seguintes documentos oficiais: *G20 Hangzhou Summit Communiqué*[161] e seus anexos[162], *G20 Blueprint on Innovative Growth*[163], *G20 New Industrial Revolution Action Plan*[164], *G20 2016 Innovation Action Plan*[165], *G20 Digital Economy Development and Cooperation*

---

[159] Tradução livre do original em inglês: "*14. Critical work remains to build a stronger and more resilient financial system. In particular, we look forward to further work on central counterparty resilience, recovery planning and resolvability and ask the FSB to report back to us by our next meeting. We will continue to monitor and, if necessary, address emerging risks and vulnerabilities in the financial system, many of which may arise outside the banking sector. In this regard, we will further strengthen oversight and regulation of shadow banking to ensure resilience of market-based finance, in a manner appropriate to the systemic risks posed. We look forward to further progress in assessing and addressing, as appropriate, the decline in correspondent banking services. We will expedite our efforts to make further progress in implementing the over-the-counter (OTC) derivatives' reforms, including by encouraging jurisdictions to defer to each other, when it is justified in line with the St. Petersburg Declaration. Going forward, we are committed to full and consistent implementation of the global financial regulatory framework in line with the agreed timelines, and will continue to monitor and address uneven implementation across jurisdictions. We welcome the FSB's first annual report on the implementation of reforms and their effects. We will continue to review the robustness of the global regulatory framework and to monitor and assess the implementation and effects of reforms and their continued consistency with our overall objectives, including by addressing any material unintended consequences, particularly for emerging markets and developing economies (EMDEs)*".

[160] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2016hangzhou.html>. Acesso em: 21 jun. 2017. Ver também site oficial da décima primeira reunião de cúpula do G20 realizada na China. Disponível em: <http://g20.org/English/>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[161] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2016/160905-communique.html. Acesso em: 21 jun. 2017.

[162] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2016/160905-annex.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[163] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2016/160905-blueprint.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[164] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2016/160905-industrial.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.

[165] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2016/160905-innovation.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.

Initiative[166], e *Hangzhou Action Plan*[167], bem como *G20 Action Plan on the 2030 Agenda for Sustainable Development* (8 de setembro de 2016)[168], *G20 Enhanced Structural Reforms Agenda* (14 de setembro de 2016)[169], *Hangzhou Comprehensive Accountability Report on G20 Development Commitments* (14 de setembro de 2016)[170], *Hangzhou Accountability Assessment Report*[171] e *Updates on Moving Towards Strong, Sustainable and Balanced Growth*[172] (14 de setembro de 2016), *G20 Growth Strategies* (26 de setembro de 2016)[173] e *G20 Anti-Corruption Action Plan 2017-2018* (27 de setembro de 2016)[174].

Dessa reunião participaram, além dos representantes da China, os líderes econômicos e financeiros de África do Sul, Argentina, Alemanha, Arábia Saudita, Austrália, Brasil, Canadá, Coreia do Sul, EUA, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia, Turquia, União Europeia (Conselho Europeu e Comissão Europeia), bem como os países convidados: Cazaquistão, Chade, Egito, Espanha, Laos, Senegal, Cingapura e Tailândia. As entidades internacionais participantes foram: Financial Stability Board, International Labour Organization, International Monetary Fund, Organisation for Economic Co-operation and Development, United Nations, World Bank, e World Trade Organization[175].

Conforme declaração oficial do grupo após as discussões realizadas, a busca por um sistema financeiro "aberto e resiliente" se tornou o foco da então reforma financeira, uma vez que se viu o desenvolvimento das jurisdições das nações envolvidas, no sentido de incluir em suas regras a obrigação de utilização de contraparte central garantidora das operações envolvendo derivativos de balcão. Assim se pronunciou o G20 à época:

> 18. Construir um sistema financeiro aberto e resiliente é crucial para apoiar o crescimento e o desenvolvimento sustentáveis. Para este fim, mantemos o compromisso de finalizar os elementos críticos remanescentes do quadro regulamentar e a implementação tempestiva, plena e consistente da agenda acordada de reforma do setor financeiro, incluindo Basileia III e o padrão de capacidade total de absorção de perda (TLAC), assim como regimes efetivos de

---

[166] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2016/160905-digital.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[167] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2016/160905-action.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[168] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2016/g20-action-plan-on-2030-agenda.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[169] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/summits/P020160914597932326306.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[170] Disponível em: http://www.g20.utoronto.ca/2016/hangzhou-accountability-development.pdf. Acesso em: 21 jun. 2017.
[171] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2016/hangzhou-accountability-assessment-report.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[172] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2016/hangzhou-accountability-updates.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[173] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2016/growth-strategies.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[174] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2016/160905-anticorruption.html>. Acesso em: 21 jun. 2017.
[175] Cf. <http://www.g20.utoronto.ca/2016/160905-participants.html>. Último acesso em 22 jun. 2017.

> resolução transfronteiriça. Reitera o nosso apoio ao trabalho do Comitê de Basileia sobre Supervisão Bancária (BCBS) para finalizar o quadro de Basileia III até o final de 2016, sem aumentar significativamente os requisitos globais de capital em todo o setor bancário, promovendo condições equitativas. Congratulamo-nos com o segundo relatório anual do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) sobre a implementação e os efeitos das reformas, e continuará a melhorar o acompanhamento da implementação e os efeitos das reformas para assegurar a sua coerência com os nossos objetivos gerais, incluindo abordando quaisquer consequências materiais não intencionais. Continuaremos a abordar a questão do risco sistêmico no setor de seguros. Congratulamo-nos com o trabalho para o desenvolvimento de um Padrão de Capital de Seguros (ICS) para seguradoras internacionalmente ativas. Estamos comprometidos com a implementação completa e atempada da agenda acordada de reforma de derivativos de balcão (OTC), e removeremos barreiras legais e regulamentares para o relatório de derivados OTC para repositórios de troca e para o acesso apropriado das autoridades aos dados. Encorajamos os membros a fechar a lacuna na implementação dos Princípios para Infraestruturas de Mercado Financeiro e receber os relatórios do Comitê de Pagamentos e Infraestruturas de Mercado, Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários e FSB sobre o reforço da resiliência da contraparte central, planejamento de recuperação e resolvabilidade. Reconhecendo a importância de políticas macroprudenciais efetivas na limitação de riscos sistêmicos, congratulamo-nos com o trabalho conjunto do FMI, FSB e Banco para Assentamentos Internacionais (BIS) para fazer um balanço das experiências internacionais com estruturas e ferramentas macroprudenciais e para ajudar a promover políticas macroprudenciais eficazes. Congratulamo-nos com a consulta do FSB sobre as recomendações de políticas propostas para abordar as vulnerabilidades estruturais das atividades de gerenciamento de ativos. Continuaremos a acompanhar de perto e, se necessário, abordar os riscos e vulnerabilidades emergentes no sistema financeiro, incluindo os associados à banca paralela, à gestão de ativos e a outras finanças baseadas no mercado. Continuaremos a abordar, através do plano de ação coordenado pelo FSB, o declínio nos serviços bancários correspondentes, de modo a apoiar as remessas, a inclusão financeira, o comércio e a abertura. Esperamos esforços futuros para esclarecer as expectativas regulatórias, conforme apropriado, inclusive através da revisão em outubro da Força-Tarefa de Ação Financeira (FATF) da orientação sobre o banco correspondente. Convocamos os membros do G20, o FMI e o WBG a intensificar o seu apoio ao desenvolvimento de capacidades nacionais para ajudar os países a melhorarem a sua conformidade com o combate ao branqueamento de capitais e a luta contra o financiamento do terrorismo (AML / CFT) e padrões prudenciais. Nós subscrevemos os Princípios de Alto Nível do G20 para Inclusão Financeira Digital, a versão atualizada dos Indicadores de Inclusão Financeira do G20 e o Quadro de Implementação do Plano de Ação do G20 sobre Financiamento de PMEs. Encorajamos os países a considerar esses princípios na elaboração de seus planos de inclusão financeira mais amplos, particularmente na área da inclusão financeira digital, e a tomar medidas concretas para acelerar o progresso no acesso de todas as pessoas ao financiamento.[176]

---

[176] Tradução livre do original em inglês: "*18. Building an open and resilient financial system is crucial to supporting sustainable growth and development. To this end, we remain committed to finalizing remaining critical elements of the regulatory framework and to the timely, full and consistent implementation of the agreed financial sector reform agenda, including Basel III and the total-loss-absorbing-capacity (TLAC) standard as well as effective cross-border resolution regimes. We reiterate our support for the work by the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) to finalize the Basel III framework by the end of 2016, without further significantly increasing overall capital requirements across the banking sector, while promoting a level playing field. We welcome the second annual report of the Financial Stability Board (FSB) on implementation and effects of reforms, and will continue to enhance the monitoring of implementation and effects of reforms to ensure their consistency with our overall objectives, including by addressing any material unintended consequences. We will continue to address the issue of systemic risk within the insurance sector. We welcome the work towards the development of an Insurance Capital*

Assim, a reunião do G20 realizada na China em 2016 estimulou a finalização da implementação dos princípios elaborados pelo BIS-IOSCO sobre contrapartes centrais, bem como a continuidade da obrigação de compensação e liquidação de obrigações de derivativos de balcão por meio de contrapartes centrais.

1.12.12 Décima segunda reunião – Hamburgo, julho de 2017

A décima segunda reunião de cúpula do G20 foi realizada em Hamburgo, na Alemanha, nos dias 7 a 8 de julho de 2017, a qual trouxe como tema principal exatamente a discussão que se pretende destacar nesse trabahlo que é a "interconectividade mundial"[177]. Foram os trabalhos da décima segunda reunião do G20 que se pretendeu criar esforços para tratar, desenvolver e aprimorar a interconectividade existente entre as instituições financeiras mundiais, isto é, perpetuar esse relacionamento que teve bons resultados para as próximas necessidades da economia mundial.

Da última reunião de cúpula do G20 sobre o mercado financeiro e a economia mundial resultaram muitos documentos oficiais[178], entre os quais se destacam especificamente com a reforma regulatória internacional a declaração oficial *2017 Hamburg*

Standard (ICS) for internationally active insurers. We are committed to full and timely implementation of the agreed over-the-counter (OTC) derivatives reform agenda, and we will remove legal and regulatory barriers to the reporting of OTC derivatives to trade repositories and to authorities' appropriate access to data. We encourage members to close the gap in the implementation of the Principles for Financial Market Infrastructures and welcome the reports by the Committee on Payments and Market Infrastructures, International Organization of Securities Commissions and FSB on enhancing central counterparty resilience, recovery planning and resolvability. Recognizing the importance of effective macroprudential policies in limiting systemic risks, we welcome the joint work by the IMF, FSB and Bank for International Settlements (BIS) to take stock of international experiences with macroprudential frameworks and tools and to help promote effective macroprudential policies. We welcome the FSB consultation on proposed policy recommendations to address structural vulnerabilities from asset management activities. We will continue to closely monitor, and if necessary, address emerging risks and vulnerabilities in the financial system, including those associated with shadow banking, asset management and other market-based finance. We will continue to address, through the FSB-coordinated action plan, the decline in correspondent banking services so as to support remittances, financial inclusion, trade and openness. We look forward to further efforts to clarify regulatory expectations, as appropriate, including through the review in October by the Financial Action Task Force (FATF) of the guidance on correspondent banking. We call on G20 members, the IMF and WBG to intensify their support for domestic capacity building to help countries improve their compliance with global anti-money laundering and countering the financing of terrorism (AML/CFT) and prudential standards. We endorse the G20 High-level Principles for Digital Financial Inclusion, the updated version of the G20 Financial Inclusion Indicators and the Implementation Framework of the G20 Action Plan on SME Financing. We encourage countries to consider these principles in devising their broader financial inclusion plans, particularly in the area of digital financial inclusion, and to take concrete actions to accelerate progress on all people's access to finance.".

[177] Site oficial da reunião que se altera a cada ano: <www.g20.org>.

[178] Todos disponíveis em <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2017hamburg.html>. Acesso em: 28 nov. 2017.

Summit G20 Leaders' Declaration: Shaping an Interconnected World[179], na qual não houve compromissos firmados em relação ao mercado financeiro, mas sim um acompanhamento e engajamento em manutenção dos esforços realizados, sobretudo em relação ao relacionamento criado e à resiliência e à abertura do sistema financeiro global. Nesse sentido, as atividades de planos desenvolvidos e em desenvolvimento encontram-se no *2017 Hamburg Summit G20 Action Plan*[180].

1.12.13 Próximas reuniões, Argentina (2018), Japão (2019) e Arábia Saudita (2020)

A próxima reunião do G20 a ser realizada na Argentina, em 2018, será a de número 13 e provavelmente apresentará uma analise dos 10 anos após o início dos trabalhos da reforma financeira mundial. O trabalho realizado nessa tese traz uma antecipação do que se busca na próxima reunião do G20. As demais, provavelmente serão realizadas não mais com a intenção de reforma do mercado financeiro, mas com o propósito de seu aprimoramento, desenvolvimento financeiro inclusivo e mercado aberto.[181]

1.13 BALANÇO DOS RESULTADOS ATÉ ABRIL DE 2017

O balanço dos trabalhos realizados a partir de 2008 pelos membros do G20 e pelas entidades envolvidas nesse grupo foi realizado em abril de 2017 pelo FSB, que se pronunciou no sentido de ter avançado no cumprimento da obrigação de utilização de contraparte central para compensação e liquidação das obrigações decorrentes de operações envolvendo derivativos de balcão, mas que ainda existem trabalhos a serem finalizados. Na análise dos quase 10 anos após o início da reforma da regulamentação financeira (i.e. 2008), o FSB realizou as seguintes conclusões:

(i) Reforma do mercado de derivativos – o sistema financeiro global fortaleceu-se significativamente, resultando em sistema financeiro mais seguro, simples e justo que pode suportar o desejado futuro mercado aberto e o crescimento inclusivo pretendido. A resiliência foi fortalecida de forma positiva e a política

---

[179] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2017/2017-G20-leaders-declaration.html>. Acesso em: 28 nov. 2017.

[180] Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/2017/2017-g20-hamburg-action-plan-en.pdf>. Acesso em: 28 nov. 2017.

[181] Cf. UNIVERSITY OF TORONTO. G20 Research Group. *A Summit of Solid Success at Hamburg in 2017*. 2017. Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/analysis/170708-kirton-success.html>. Acesso em: 28 nov. 2017.

em nível internacional para o desenvolvimento do mercado de derivativos para implementar as reformas no cenário após a crise de 2007 está quase completa, com recomendações e princípios sobre resiliência, recuperação e liquidação de CCP (contraparte central) sendo implementados e a harmonização de dados bem desenvolvidos;

(ii) Foco atual – o foco do FSB está na análise dos efeitos e eficiência das reformas financeiras globais realizadas até o momento em questão, na medida em que há a necessidade de se verificar o quanto foi implementado. As métricas a serem utilizadas para demonstrar o progresso realizado começam a partir das câmaras de compensação e liquidação, quais sejam:

   a. a porcentagem de contratos derivativos que passaram a ser compensados e liquidados por meio de contraparte central foi realizada pelo BIS e esse indicou que essa triplicou entre a última quinzena de dezembro de 2008 e a última quinzena de dezembro de 2016 para ao menos 61%. Se comparadas apenas as novas operações realizadas desde então, a porcentagem é ainda maior;
   b. a disponibilidade de contrapartes centrais continua a crescer, com, ao menos, 30 CCPs agora autorizadas a compensar e liquidar derivativos do mercado de balcão nas jurisdições membros do FSB, com muitas delas autorizadas a oferecer serviços em mais de 13 jurisdições diferentes;
   c. o uso obrigatório de plataformas de negociação para contratos derivativos do mercado de balcão estão em vigor em ao menos 12 jurisdições e 6 jurisdições tem exigências específicas nesse sentido para determinados produtos. Essa obrigação, a partir do MiFID 2, na Europa, entra em vigor em 2018. Os produtos que passaram a ser negociados em plataformas eletrônicas em alta escala foram os derivativos de taxa de juros padronizados (ie *standardised interest rate swap*), índices de derivativos de inadimplência (ie *credit default swaps índices*), e termos, opções e outros derivativos de taxa de câmbio (ie *FX forwards*);
   d. a proporção de garantias depositadas para o mercado de derivativos de balcão cresceu exponencialmente, de 52% para 80% em três anos (desde final de 2014) e esse valor está aumentando;
   e. Ásia e Europa passaram a utilizar as regras de requerimento de capital de forma significativa.

(iii) Desafios – ainda é um problema, sobretudo jurídico, a existência de diferentes regras para cada região, bem como barreiras legais para o cumprimento de obrigações de envio de informações para repositórios centrais de operações e reguladores estrangeiros, quando se trata de operações transfronteiriças;

(iv) CCPs – as câmaras de compensação e liquidação passaram a ter importante contribuição no cenário financeiro internacional e, assim, tornaram-se o novo foco de concentração de riscos de todo o mercado financeiro mundial. Dessa forma, a atenção passou a ser toda voltada para essas entidades, quando se trata de mitigação de riscos em sistemas sistemicamente importantes. Para tanto, a cooperação internacional está trabalhando no desenlvimento de recomendações e princípios para aumentar a resiliência, desenvolvimento de planos de recuperação e liquidação, especialmente pelo Comitê de Basileia sobre Supervisão Bancária (Basel Committee-BIS), pelo Comitê sobre Pagamentos e Infraestruturas de Mercado (CPMI-BIS), pela Organização Mundial de Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO) e pelo FSB desde abril de 2015[182];

(v) Efeitos da reforma do mercado de derivativo – em relação à reforma das infraestruturas do mercado financeiro, as reformas resultaram em:

a. um aumento do número de CCPs fornecendo serviços de compensação e liquidação para derivativos do mercado de balcão, incluindo aquelas que realizam operações transfronteiriças. Plataformas de negociação estão ficando cada vez mais disponíveis. Ademais, a reforma estimulou o desenvolvimento de serviços de pós-negociação que mitigam riscos, incluindo a expansão de serviços de reconciliação, compressão e avaliação e práticas de reporte e documentação;

b. um significativo aumento nas mudanças de estruturas de mercado tendo em vista o aumento das taxas de participação em câmaras de compensação e liquidação. Pequenos intermediários têm sofrido para se manter no mercado pois não conseguem alcançar os mínimos padrões exigidos pelas câmaras de compensação e liquidação para se manterem como participantes, razão pela qual passaram a utilizar os maiores membros dessas entidades – há uma tendência de concentração de mercado, mas não restritiva;

---

[182] Ver FINANCIAL STABILITY BOARD et al. *2015 CCP Workplan.* 15 Apr. 2015. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Joint-CCP-Workplan-for-2015-For-Publication.pdf>. Acesso em: 28 nov. 2017.

c. uma preocupante fragmentação de mercado, tendo em vista o tempo que algumas jurisdições podem levar para implementar todas as regras exigidas para o mercado de derivativos, bem como pelo fato de, uma vez implementadas, os custos tornaram-se mais caros que em outras jurisdições.

(vi) Inovação tecnológica financeira (*Fintech Inovation*) – tanto o setor privado como as autoridades regulatórias passaram a abordar as *start-ups* que desenvolveram produtos inovadores para o mercado financeiro com o objetivo de incorporar as inovações tecnológicas para auxiliar alcançar seus objetivos. Nesse sentido, o FSB iniciou trabalhos no sentido de avaliar como essas inovações podem e se precisam ser regulamentadas.[183]

[183] Cf. FINANCIAL STABILITY BOARD. *ISDA Annual General Meeting - Reforming derivatives markets: a stocktake - Remarks by Svein Andresen, Secretary General, Financial Stability Board - 10 May 2017*, páginas 1-7. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Andresen-ISDA-Reforming-derivatves-markets-a-stocktake.pdf>. Acesso em:19 jun. 2017.

2 DIREITO REGULATÓRIO INTERNACIONAL E A OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CONTRAPARTE CENTRAL PARA COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE OBRIGAÇÕES DECORRENTES DE DERIVATIVOS DO MERCADO DE BALCÃO - CARACTERÍSTICAS DO MERCADO OBJETO DA ANÁLISE E SUA RELAÇÃO COM O DIREITO REGULATÓRIO INTERNACIONAL

Para analisar um mercado global é preciso repensar a forma de operar o direito a ele aplicável. Como se verifica da maioria dos mercados de derivativos de balcão e dos mercados de prestação de serviços de compensação e liquidação de operações de derivativos de balcão por meio de contraparte central, existe uma forte relação com mais de uma jurisdição, bem como há diferentes partes e intermediários envolvidos e relacionados entre si. Dessa forma, utilizar apenas o direito local para avaliar e desenvolver um mercado com essas características, não se faz mais sentido.

A esse respeito, busca-se uma forma "diferente" do papel do direito na constituição e regulação do mercado financeiro global, no qual inclui o mercado de derivativos de balcão. Sobre essa perspectiva, Schwarcz (2013)[184] apresentou trabalho no simpósio originalmente denominado "Repensando os Mercados Financeiro e de Valores Mobiliários" (original em inglês, "*Rethinking Financial and Securities Markets*") e indicou estar claro que a academia deve tentar repensar os mercados financeiros em si, os quais são conduzidos basicamente por oferta e demanda, mas, por outro lado, apresentam aspectos fundamentais mais relevantes e o estudioso desse assunto deve tentar influenciar o futuro desses mercados repensando esses aspectos fundamentais, que vão além da citada característica básica. Entre esses aspectos fundamentais estão sua crescente descentralização e fragmentação, além de serem crescentemente considerados como uma fonte direta de capital para empresas (desintermediação) e, certamente, são cada vez mais globais.

Ou seja, uma espécie particular de *mercado*, que, embora opere pelo mecanismo de formação de preços, apresenta aspectos fundamentais (captação de poupança, desintermediação de investimentos sobre a produção, etc.) vultuosamente afetados por esse

[184] Cf. SCHWARCZ, Steven L. Framing Address: A Framework for Analyzing Financial Market Transformation. *Seattle University Law Review*, Seattle v. 36, n. 2, 2013. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2041428>. Acesso em: 27 jun. 2016. DOI: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2041428.

movimento global de fragmentação e internacionalização. Isto é, o investimento, o desinvestimento, e, talvez, os ilícitos, assumem dimensão também internacional.

Ainda, segundo Schwarcz (2013), os mercados financeiros apresentam outras duas características que são fundamentais e merecem discernimento: estão criando cada vez mais diferentes formas de capitação de financiamento e são muito complexos e obscuros para participantes do mercado, ainda que com o máximo de divulgação de informações possível.

Especialmente em relação ao mercado de derivativos de balcão, esse possuia, em geral nos maiores mercados, até 2008, operações que eram realizadas em ambientes não observados por uma entidade imparcial ou regulada, isto é, por uma entidade administradora de um mercado organizado. Situação essa que facilitou e possibilitou a realização de operações com altos riscos para as partes e, considerando as partes envolvidas, causou riscos para todo o mercado.

Essas características do mercado de balcão passaram a ser objeto de processo de avaliação pelos grupos de discussão mundiais e as autoridades competentes nacionais iniciaram atividades de desenvolvimento de regras para mitigar os riscos mencionados acima a partir de uma contextualização internacional. Em relação às autoridades regulatórias e a sua participação no mercado de derivativos de balcão e sua atuação no contexto internacional atual, pode-se citar, como exemplo, o Brasil, onde os efeitos do mercado global de ativos financeiros e valores mobiliários influenciam ainda muito pouco os reguladores locais, embora seja de suma importância levar em consideração essa nova fase do contexto internacional, como se verifica de Yazbek (2015), que indica que diante da "complexidade dos debates sobre o assunto e a multiplicidade dos temas abrangidos, é muito comum que a leitura pelos agentes de mercado da regulamentação emergente seja marcada por uma visão mais parcial e imediatista da realidade"[185]. Complementa o autor, que é exatamente por esse motivo que há a "importância de alguma sistematização, da identificação de tendências dominantes e de sua contextualização"[186].

Por outro lado, nos países onde o mercado de balcão é mais relevante e contextualizado no âmbito internacional e suas operações transcendem as fronteiras estatais,

---

[185] Cf. YAZBEK, Otavio. Evolução Recente da Regulação do Mercado de Capitais: Impactos da Crise de 2008 e Opções de Reforma. In: SARDENBERG, Amarílis (Org.). *Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil*: termas para reflexão. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015. p. 49-95. p. 49.

[186] YAZBEK, Otavio. Evolução Recente da Regulação do Mercado de Capitais: Impactos da Crise de 2008 e Opções de Reforma. In: SARDENBERG, Amarílis (Org.). *Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil*: termas para reflexão. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015. p. 49-95. Otávio Yazbek complementa: "E esse tipo de preocupação torna-se ainda mais importante quando se reconhece que a matéria envolve não apenas a regulação em sentido estrito, mas verdadeiros debates sobre a formulação de políticas públicas".

a discussão é muito mais intensa e os reguladores tendem a ditar regras que, com o passar do tempo, são seguidas por outros países. Citam-se, nesse estudo, os Estados Unidos e a União Europeia, que criaram regras para o mercado de balcão considerado relevante e o Brasil, ao se inserir no contexto internacional, teve que criar regras que se assemelhassem às regras internacionais e aquelas dos países como os Estados Unidos e da União Europeia, com o objetivo de favorecer o desenvolvimento do mercado onde atuam participantes tanto locais como estrangeiros.

As informações relativas ao mercado de derivativos de balcão e a sua inserção no contexto da reforma do sistema financeiro internacional e do direito regulatório internacional não estão apenas nos livros doutrinários, pelo contrário, devido à recente discussão, essas informações estão praticamente todos os dias nos jornais mais importantes do mundo (inserindo-se os brasileiros), que trazem artigos e informações a respeito do mercado de ativos financeiros e valores mobiliários e a forma como o direito avança em sua regulação, bem como os órgãos reguladores de todo o mundo divulgam notícias relacionadas a esse tema, muitas vezes indicando uma desordenada e apressada criação de regras, apenas para justificar a atuação de determinado órgão regulador que *a posteriori* verificou a necessidade de criar regras para determinada prática de mercado, uma vez que esta gerou prejuízos a terceiros e ocasionou a aplicação de sanções, as quais nem sempre de fato reprimem referida atividade danosa, pois se verifica sua prática novamente no futuro[187]. Nesse atual contexto

[187] Cf. BATISTA, Henrique Gomes. Incerteza após o Brexit é o maior risco para a economia global, diz FMI. *O Globo*, Rio de Janeiro, 1 de jul. 2016. Caderno de Economia, p. 17; BC AUTORIZA Funcionamento da Nova Câmara de Compensação da BM&FBOVESPA. *Valor Pro*, São Paulo, 7 de ago. 2014. Seção Outros; BOLSAS e corretoras mudam para encarar fragmentação. *Valor Econômico*, São Paulo, 18 nov. 2015. Caderno Principal; BOVESPA Clearing House to Lure Foreign Investors. *International Financial Law Review*, London, 17 sept. de 2014. Seção Outros; EDUARDO Campos BC Discute Mudança do Sistema de Pagamentos. *Valor Econômico*, São Paulo, 16 de jun. 2015. Seção Finanças, p. A01 e C01; CAMPOS, Eduardo. BC permite contraparte estrangeira em mercado de balcão. *Valor Econômico*, São Paulo, 2 dez. 2015; CARVALHO, Maria Christina. Compensação da Bolsa é Referência para o Mundo - Risco Embutido nas Clearings Ganhou mais Importância com a Crise Financeira Mundial de 2008. *Valor Econômico*, São Paulo, 2 de set. 2015. Caderno Especial. Seção Gestão Financeira, p. F02; COUNTRY Forecast - Brazil. *The Economist Intelligence Unit Limited*, London, july. 2015; FOX, Justin. The Social Responsibility of Business Is to Increase ... What Exactly. *Harvard Business Review*, Boston, 18 apr. 2012. Seção Leadership; FROUFE, Célia; RODRIGUES, Lorenna. REF-BC: Não Foram Identificados Riscos Relevantes ao "Shadow Banking" Brasileiro. *Agência Estado*, São Paulo, 19 de mar. 2015. Seção Outros; FUNDOS de pensão - brasileiros estão entre os Top 5 Mundiais. *Brasil Econômico*, São Paulo, 27 maio 2015. Seção Finanças, p. 20; GUIMARÃES, Fernanda. Regulação em tempos de globalização é desafio para bolsas no mundo, dizem especialistas. *Agência Estado*, São Paulo, 4 maio 2015. Seção Outros; GUIMARÃES, Fernanda; ASSIS, Francisco Carlos. Mercado com muitas contrapartes centrais pode criar instabilidade, diz Professor de Stanford. *Agência Estado*, São Paulo, 28 ago. 2015. Seção Outros; HOPE, Bradley; CASEY, Michael J. Nasdaq faz Experimento com Tecnologia da Bitcoin. *Valor Econômico*, São Paulo, 12 maio de 2015. Seção Empresas, p. B09; LAZZARIS, Diego. Riscos sob controle. *Infomoney*, São Paulo, 1 out. 2015. Seção Geral, p. 30-31; CARRION, Bruna Maia. Monopólio Ameaçado. *Capital Aberto*, São Paulo, 16 fev. de 2012. Seção Concorrência, p. 24-28; PERES, Bruno et al. China oferece pacote de investimento. *Valor Econômico*, São Paulo, 20 maio 2015. Seção Brasil, p. A01-A03; PEARSON, Samantha. Q&A Edemir

internacional, a obrigação de utilização de contraparte central para compensar e liquidar obrigações decorrentes de operações envolvendo contratos derivativos do mercado de balcão torna-se, assim, objeto a ser verificado nas jurisdições nacionais e regionais propostas.

Verifica-se, da análise contextual acima, Estados se reunindo para decidir sobre a situação econômico-financeira de outro Estado ou determinado grupo de Estados, assim como se vê grupos de representantes estatais envolvidos com assuntos globalmente debatidos se reunindo em determinados fóruns econômicos mundiais e organizações internacionais com o intuito de auxiliar no desenvolvimento da ordem econômica ditada pelas potências econômicas mundiais. Porém, embora seja um ponto de partida, como foi exposto acima para a obrigação de utilização de contraparte central, do ponto de vista regulatório e de mercado, pouco se tem visto eficaz referidas práticas e o tempo de sua implementação acaba sendo demasiadamente longo, como no caso da Austrália, que o fez apenas em 2015 e 2016, após longos anos de discussão após os acordos de 2009, sendo necessário o desenvolvimento de uma nova ordem *transgovernamental* que seja aplicável para avaliar o mercado global de ativos e valores mobiliários e criar regras adequadas para seu desenvolvimento e, ao mesmo tempo, sua proteção contra riscos sistêmicos e, se possível, em tempo real.

Todavia, precisa-se responder a seguinte pergunta: quando mudanças ocorridas no mercado de ativos financeiros e valores mobiliários, considerado global, devem conduzir uma mudança em suas regras? Qual o melhor método a ser utilizado para alcançar elaboração democrática dessas regras e sua implementação equitativa em âmbito mundial?

No caso do objeto de estudo dessa tese, foi necessária uma crise financeira generalizada do âmbito mundial para que todas as nações mais relevantes economicamente se mobilizassem para contê-la, ditando regras e recomendações a serem seguidas e

---

Pinto - "I am not interested in services to third parties". *Financial Times*, Nova Iorque, 15 de nov. 2011. Seção Brazilian Capital Markets, p. 6; PINHEIRO, Vinícius; FOLEGO, Thaís. BC Aprova Nova Clearing da BM&F. *Valor Econômico*, São Paulo, 8 ago. 2014. Seção Finanças, p. C013; PINHEIRO, Vinícius; MANDL, Carolina. Regra de Custódia eleva custo de banco - instituições agora precisam de autorização da CVM para movimentar títulos na cetip e BM&FBOVESPA. *Valor Econômico*, São Paulo, 30 set. 2014. Seção Finanças, p. C12; RIBEIRO, Luci. DOU: CADE aprova associação entre bancos, Bovespa e ANBIMA para padronização de informações. *Agência Estado*, São Paulo, 9 set. 2015. Seção Outros; STAFFORD, Philip. Tamanho de câmaras de compensações gera preocupação - concentração de negócios em poucas instituições eleva riscos no caso de uma falência. *Valor Econômico*, São Paulo, São Paulo, 3 dez. 2014. Seção Finanças, página C14; TARABORELLI, Alessandra. BC inicia unificação de Clearings da BM&FBOVESPA. *Brasil Econômico*, São Paulo, 8 ago. 2014. Seção Finanças, p. 20; WFE Interviews BM&FBOVESPA - Part 1 of 2. *Focus Foto*, 31 maio 2014. Seção Outros; WFE Interviews BM&FBOVESPA - Part 2 of 2. *Focus Foto*, 31 maio 2014. Seção Outros.

implementadas em todos os países para que pudesse tentar alcançar determinadas condutas com o viés de superar referida crise.

Essa nova ordem de tratamento jurídico aplicável para o mercado global de ativos financeiros e valores mobiliários se mostra presente no objeto de análise da tese que se desenvolve e, portanto, uma vez presente nas preocupações dos Estados envolvidos e sendo conduzido por seus entes de forma separada ao redor do mundo, observando suas respectivas esferas de competência, trata-se de um assunto prioritário nas agendas de quase todos os países do mundo, merecendo uma profunda e dedicada atenção, sendo de suma importância para o Brasil, como um país que possui um sistema financeiro relevante no contexto econômico nacional e internacional.

As questões colocadas acima são importantes por muitas razões no desenvolvimento dessa tese. Primeiro, porque a estrutura normativa estabelecida para esse propósito poderia guiar e adicionar legitimidade para o processo de elaboração de regras destinadas a esse mercado[188]. Segundo, porque a resposta para essa pergunta pode dar subsídios para a adequada interpretação das regras desenvolvida para o mercado financeiro global, o qual não se restringe às fronteiras físicas dos Estados. E, em terceiro lugar, devido ao fato de que outros mercados também apresentam características semelhantes e, uma vez adotando um modelo de criação de regras, esse poderia ser seguido.

O caminho para responder essa pergunta não é curto, tampouco simples, uma vez que se trata de um mercado cada vez mais complexo e os fatores envolvidos em sua análise são incertos[189]. Todavia, para amenizar essa jornada de estudo, é preciso utilizar algumas estratégias didáticas preliminares, como, por exemplo, conhecer as características do mercado de ativos financeiros e valores mobiliários que o definem como global e, primordialmente, restringir o objeto de estudo, o qual, nesse caso, é a obrigação de utilização de contraparte central para compensar e liquidar obrigações decorrentes de determinadas operações financeiras do mercado de balcão de derivativos. Em seguida, apresentar qual o papel do direito nessa constituição econômica, e, por fim, verificar as diferentes formas por meio das quais o mercado financeiro global se relaciona com o direito regulatório

---

[188] Cf. SCHWARCZ, Steven L. Changing Law to Address Changing Markets: A Consequence-Based Inquiry. *Law and Contemporary Problems*, Durham, v. 80, n. 1, 2016.

[189] Cf. SCHWARCZ, Steven L. Regulating Complexity in Financial Markets. *Washington University Law Review*, v. 87, n. 2, p. 211, 2009. Em comparação ao Brasil, fato atual e relevante, cf. Falta de Estrutura e Regras Complexas têm Limitado a Abertura de Capitais. In *DCI-Comércio Indústria & Serviços*. São Paulo, 30 de junho de 2016, às 3h00. Capa.

internacional. Busca-se perquirir quando a construção de regras voltadas à regulamentação desse mercado se faz necessária, e qual seu escopo material.

O papel do direito na constituição e regulação do mercado não é novo, porém a análise da forma como o mercado influencia a elaboração e a interpretação do direito vem se desenvolvendo apenas nas décadas mais recentes da história, principalmente quando se trata de um mercado que tem características globais como é o caso do mercado de ativos financeiros e valores mobiliários. Assim, esse mercado se mostra de relevância primordial para o propósito dessa pesquisa. Vejamos, portanto, preliminarmente, as principais características do mercado que lhe dão esse status de global, observando-se, certamente, os detalhes do mercado de balcão de derivativos e como as infraestruturas de mercados financeiros, especialmente uma câmara de compensação e liquidação que atue como contraparte central, encontram-se nesse contexto.

2.1 MERCADO FINANCEIRO

O mercado de ativos financeiros e valores mobiliários ou, simplesmente, *mercado financeiro* tem por objeto o dinheiro, a moeda, o capital, os fundos, os recursos financeiros, os ativos e os bens materiais e imateriais (eg os riscos envolvidos em uma operação) envolvidos na constituição e no desenvolvimento de um valor economicamente mensurável de determinada sociedade. Apenas para trazer subsídios didáticos para entendimento das características desse mercado, que são demasiadamente complexas, o mercado de ativos financeiros e valores mobiliários pode ser dividido em mercado bancário e mercado de capitais, também conhecido simplesmente como mercado financeiro[190]. Nesse contexto, embora relevantes, não serão objeto de discussão nessa tese os mercados de seguros e de previdência[191]. Portanto, o mercado de ativos financeiros e valores mobiliários poderá, assim, nessa tese, ser chamado de *mercado financeiro*.

De uma forma geral, os chamados *recursos* são negociados e circulados atualmente ao redor do mundo em diversas operações que são realizadas em um curtíssimo espaço de

[190] Cf. YAZBEK, Otavio. Evolução Recente da Regulação do Mercado de Capitais: Impactos da Crise de 2008 e Opções de Reforma. In: SARDENBERG, Amarílis (Org.). *Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil*: termas para reflexão. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015. p. 49-95. p. 50 e 55.

[191] A diferenciação entre direito bancário, direito do mercado de capitais e direito de seguros também aparece em Nelson Abrão. *Direito Bancário*. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1996. p. 11. Ver, ainda, ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012; CARADET, Bertrand; HERBET, Jérôme. Marchés de capitaux et marchés financiers. *Revue de Droit des Affaires Internationales*, Paris, n.6, p.767-9, 2001.

tempo. Duas características essenciais e que merecem destaque: o número altíssimo de operações realizadas nesse mercado global e a velocidade em que são realizadas e concluídas.

Por exemplo, essas operações chegam a ser realizadas em menos de um segundo ou, ainda, para ser mais preciso, em aproximadamente 12 (doze) milissegundos, em 2008, e, com o avançar da tecnologia, em nanossegundos, em 2014[192], envolvendo milhões, bilhões e até trilhões de reais, dólares norte-americanos, euros, pesos argentinos, pesos uruguaios, dólares australianos, dólares canadenses, libras esterlinas, yuanes chinês, won norte e sul coreanos, ienes, bem como outras moedas utilizadas por Estados ao redor do mundo, sem falar das grandes quantidades de valores utilizadas para operações envolvendo as recentes moedas eletrônicas como, por exemplo, as *bitcoins*. Não podendo deixar de mencionar o *blockchain*.[193]

Outro elemento importante do mercado global de ativos financeiros e valores mobiliários é o fato de quase todas as operações serem realizadas via estruturas tecnológicas digitais ou virtuais. Esse acesso facilita a realização das operações e permite que essas operações sejam realizadas em tempo real. Para tanto, pode existir a possibilidade de o comprador e o vendedor estarem virtualmente um em frente ao outro como, por exemplo, ao utilizar computadores alocados dentro de uma plataforma de negociação eletrônica, como é o caso do acesso direto ao mercado provido pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (antiga BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros – bolsa brasileira) em seu chamado *direct market access* na modalidade DMA 4, que utiliza da conectividade *Lan Co-Location* para acesso direto à sua infraestrutura tecnológica desenvolvida para negociação e registro de ativos financeiros e valores mobiliários[194]. Ou, ainda, quando um comprador está de um lado do globo e o vendedor do outro lado do mundo, ambos com acesso ao mercado utilizando-se de telas disponibilizadas por intermediários que tem acesso autorizado a uma determinada plataforma de negociação eletrônica[195], bastando, para tanto, usar a rede mundial de computadores (*internet*).

---

[192] Cf. LEWIS, Michael. Flash Boys: revolta em Wall Street. Traduçcao Denise Bottmann. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014. p. 17 e 20: "Um nanossegundo é um bilionésimo de segundo.)".

[193] A respeito da utilização da tecnologia da *blockchain* ver TAPSCOTT, Don. Alex Tapscott. Blockchain Revolution: How the Technology Behind Bitcoin is Changing Money, Business, and the World. New York, NY: Penguin Random House LLC, 2016.

[194] Cf. BM& BOVESPA. *Manual de Acesso à Infraestrutura Tecnológica da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros.* p. 23, Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D2951C9C3770151EEA39756222B>. Acesso em: 27 jun. 2016.

[195] Os negócios envolvendo plataformas de negociação e bolsas de valores estão se tornando cada vez mais global e concentrados. Cf. DEUTSCHE Börse e Londres. *Valor Econômico Online*, 5 jul. 2016. Agências

Avançando na descrição desse mercado objeto de análise dessa tese, não se pode olvidar da guarda dos ativos que são negociados ou, tecnicamente falando, da sua imobilização e desmaterialização. Para que seja possível referida negociação, os ativos utilizados nas operações mencionadas são depositados em *depositários centrais de ativos* e, uma vez seguramente imobilizados e desmaterializados, são *levados* de um lugar para outro, passando virtualmente por mãos das mais diferentes nacionalidades e crenças (cita-se as operações cada vez mais recentes em mercados da religião islâmica[196]). Assim, a titularidade fiduciária dos ativos financeiros e dos valores mobiliários depositados é transferida para beneficiários finais localizados nas mais diferentes localidades, utilizando-se de diversos meios, modalidades, instrumentos e arranjos. Dependendo das jurisdições envolvidas, os arranjos seguem padrões diferentes, sendo necessária a análise das regras aplicáveis em cada local onde os ativos estão localizados para determinar o grau de certeza jurídica da titularidade desses ativos, bem como dos direitos reais e garantias estabelecidas sobre esses ativos. A segurança na possibilidade de execução desses direitos reais e garantias é primordial para o desenvolvimento do mercado financeiro em qualquer jurisdição, inclusivo do mercado de derivativos de balcão[197].

---

internacionais. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4623909/destaques>. Acesso em: 5 jul. 2016.

[196] Ver SAEED, Abdullah. 'Indonesian Islamic banking in historical and legal context'. In: LINDSEY, T. (Ed.). Indonesia Law and Society. 2nd edition. The Federation Press, 2008. p. 313-328; CHANCE, Clifford. *Introduction to Islamic Finance, Briefing note*, Spring 2013; ALDOHNI, Abdul Karim, 'The challenge of Islamic banking disputes in the English courts: the applied law'. *Journal of International Banking and Financial Law*, London, n. 6 p. 350. 2009; MOHAMMAD, Fara, 'Greater disclosure required in the sukuk industry'. *Journal of International Banking and Financial Law*, London, n. 4, p. 258, 2010; AHMED, Habib, 'Islamic finance at a crossroads: the dominance of the asset-based sukuk' *Journal of International Banking and Financial Law*, London, v. 25, n. 6, p. 366-367, june. 2010. p. 366; 'SUKUK it up'. *The Economist*, London, 15 Apr. 2010; GODWIN, Andrew. 'Islamic Finance'. *China Business Law Journal*, Hong Kong, v. 8, n. 3, p. 93, 2017.

[197] Cf WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*. London: Sweet & Maxwell, 2008. Chapters 4, 5 (parágrafos 5-01 to 5-22), 6, 16, 17 e 33 (parágrafos 33-01 a 33-08 e 33-23 a 33-47). Para questões envolvendo insolvência, ver, eg, TOWNSEND, John. 'International Co-operation in Cross-Border Insolvency'. *Modern Law Review*, Oxford, v.71, n. 5, p. 801, 2008; GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. 'The Inherent Power of Common Law Courts to Provide Assistance in Cross-Border Insolvencies: From Comity to Complexity'. *International Insolvency Review*, London, n. 26, p. 5–39, 2017; WOOD, Alexander J. 'Winding in the Golden Thread: The English Supreme Court rules that no special treatment applies to recognition of judgments in foreign bankruptcy proceedings'. *Weil Bankruptcy Blog*, 25 Oct. 2012. Sobre questões envolvendo direitos reais de garantia em operações que envolvam mais de uma jurisdição, ver, eg, BALDWIN, Peter; ANDREW, Barker; ROTENBERG, Andrew. 'Enforcing security: the challenges'. Journal of International Banking and Financial Law, n. 4, p. 187, 2008; SMITH, Edward, 'Secured lenders have no recourse to prescribed part'. Journal of International Banking Law and Regulation, London, v. 23, n. 6, p. 338, 2008; SHARF, Claire, 'Secured creditors can participate in the prescribed part'. Journal of International Banking and Financial Law, London, v. 1, n. 41, 2011; ONETTO, Andres E 'Security interests in common and civil law, a comparative analysis'. *Journal of International Banking Law and Regulation*, n. 4, p. 255, 2010; DUTILH, Nauta. 'Belgium: Reform of Security Interests in Movable Assets'. *Banking & Finance Newsletter*, Dublin, n. 3 June. 2013. Para questões envolvendo conflito de leis no espaço e escolha de lei aplicável em deteraminadas operações financeiras consideradas

Adiciona-se aos depositários centrais uma perspectiva global e, assim, se constituem na forma de *Global* ou *International Central Securities Depositories*, que possuem esse status de global exatamente pelo fato de atuarem de forma a abranger, se não todos, a maioria dos países em que há um mercado financeiro ativo relevante para a economia mundial. A estrutura desses depositários centrais de ativos globais ou internacionais abrangem múltiplas jurisdições. Eles são prestadores de serviços de depósito centralizado de ativos, que guardam esses ativos e vêm se desenvolvendo desde 1970 quando foram criados para liquidar *eurobonds*, isto é, títulos públicos considerados internacionais cotados em uma moeda diferente daquela do país em que foi emitido[198]. Ao longo dos anos estenderam suas atividades para abranger todos os tipos de ativos ou instrumentos financeiros negociados de uma forma internacional, incluindo ações e fundos de investimentos[199].

Exemplos de depositários centrais de ativos globais ou internacionais, na Europa, existem a *Clearstream*, estabelecida em Luxemburgo; e a *Euroclear*, estabelecida na Bélgica. Nos Estados Unidos, de forma semelhante, existe a *DTC*. Existem outros depositários centrais de ativos considerados globais ou internacionais, mas, tendo em vista esse não ser o objeto da tese, não cabe aqui descrever exaustivamente quais são as entidades que prestam serviços de depósito centralizado de forma global.

Para assegurar o adequado cumprimento das obrigações envolvidas nas referidas operações financeiras, garantias também são constituídas. Essa constituição de garantias

---

internacionais, ver, eg, Cf WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*. London: Sweet & Maxwell, 2008. Chapters 31 e 32 (parágrafos 32-01 a 32-10; 32-11 a 32-19; 32-28 a 32-36); KEYES, Mary; MARSHALL, Brooke Adele. 'Jurisdiction agreements: exclusive, optional and asymmetrical'. Journal of Private International Law, Oxford, n.11, p. 345-378, 2015; PEACOCK, Nick; GREENAWAY, Joanne; KENNEDY, Dominic, 'Arbitration: the latest dispute mechanism for finance contracts'. International Financial Law Review, 29, p.10-5, Aug., 2012.; Linklaters, 'Sony Erricsson v Russkaya Telefonnaya Kompania: Unilateral Option to Litigate Clauses are not valid under Russian law'. *Client Alert dated*, Sep. 2012; CHONG, Philip; CARTER, James, 'Proceed with caution'. *International Financial Law Review*, London, n. 23, May 2013; INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION. ISDA Financial Law Reform Committee. *Memorandum for Members of the International SWAPS and Derivatives Association, Inc*.: The use of arbitration under an ISDA Master Agreement. London, 19 Jan. 2011. Disponível em: <https://www.isda.org/a/NyDDE/flrc-isda-arbitration-memo-jan11.pdf>. Acesso em 10 nov. 2017.; GODWIN, Andrew. 'One-sided Jurisdiction Clauses'. China Business Law Journal, Hong Kong, v. 5, n. 10, 85. 2014.

198 Ver WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*. London: Sweet & Maxwell, 2008. Chapters 11 and 12.

199 Cf. relativamente recente regulação europeia sobre depositários centrais que pressupõe o caráter global dos depositários centrais: *Regulation (EU) No 909/2014 of The European Parliament and of The Council* (23/07/2014), *on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012*, "considerandos Nos. "6" e "34". Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1410876555408&uri=CELEX:32014R0909>. Acesso em: 28 jun. 2016. Ver também *European Central Securities Depositorires Association*, que distingue um depositário central de um depositário central "internacional". Disponível em: <http://ecsda.eu/facts/faq>. Acesso em: 28 jun. 2016.

ocorre das mais diversas formas possíveis e levando em considerações diferentes jurisdições. Os depositários centrais, os bancos comerciais e os custodiantes prestam serviços importantes e relevantes para a constituição dessas garantias, que pode tanto ser em dinheiro, como em ativos financeiros e valores mobiliários, sem falar das inúmeras formas criadas na forma de instrumentos financeiros garantidores de créditos, que muitas vezes envolvem mais de uma operação para, no conjunto, assegurar uma terceira operação, depois uma quarta e, após, outra e assim sucessivamente.

A forma como ocorre o cumprimento e, assim, a extinção das obrigações envolvidas nas operações do mercado financeiro é essencialmente importante para compreender o caráter global desse mercado e, assim, o objeto de estudo dessa tese, que é a obrigação de utilização de contraparte central para realizar a compensação e a liquidação dessas obrigações. Os pagamentos e as entregas relativas a essas operações do mercado financeiro são feitos levando em consideração as *instituições intermediárias* e as *câmaras de compensação e liquidação* que cada vez mais passam a atuar em âmbito global, prestando serviços de compensação, liquidação – extinção de obrigações – e administração de riscos de contrapartes em outras jurisdições além daquela em que estão estabelecidas[200].

Sendo o objeto de estudo a câmara de compensação e liquidação que atua como contraparte central e, por meio da legislação e normativos aplicáveis, deve ser utilizada pelos participantes do mercado financeiro para compensar e liquidar suas obrigações, a descrição mais detalhadas dessa infraestrutura do mercado financeiro se faz pertinente, o que se faz a seguir.

Existem mais de 20 (vinte) prestados de serviços de compensação e liquidação, cada um com seus membros intermediários e participantes do mercado de ativos financeiros e valores mobiliários individualmente identificados que atuam ou pretendem atuar de forma global, desempenhando cada vez mais uma atividade sistemicamente importante[201]. Entre essas entidades, pode-se citar, por exemplo: B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (antiga BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros) – a bolsa brasileira,

---

[200] Cf. CLANCY, Luke. CCPs and Brexit: don't forget the rest of the world - Losing equivalence with the US could be more serious than arguments over the location of euro clearing. *Risk.net*., 5 jul. 2016. Disponível em: <http://www.risk.net/risk-magazine/feature/2463295/ccps-and-brexit-don-t-forget-the-rest-of-the-world>. Acesso em: 5 jul. 2016; e THE TRADE. ESMA urges EU Commission to act fast on OTC derivatives rules: Delays to implementing margin rules for uncleared derivatives could run the risk of fragmentation and regulatory arbitrage. Disponível em: <https://www.thetradenews.com/Regulation/ESMA-urges-EU-Commission-to-act-fast-on-OTC-derivatives-rules/>. Acesso em: 5 jul. 7 2016.

[201] Cf. WENDT, Froukelein. *Central Counterparties: Addressing their Too Important to Fail Nature*. *International Monetary Fund* - IMF Working Paper. WP/15/21. 2015. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1521.pdf>. Acesso em: 28 jul. 2016.

Nasdaq OMX Clearing AB, European Central Counterparty N.V., KDPW_CCP, Eurex Clearing AG, Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. (CCG), LCH SA, European Commodity Clearing, LCH Ltd, Keler CCP, CME Clearing Europe Ltd, CCP Austria Abwicklungsstelle für Börsengeschäfte GmbH (CCP.A), LME Clear Ltd, BME Clearing, OMIClear - C.C., S.A., *ICE Clear Netherlands B.V.* e *Athens Exchange Clearing House (Athex Clear)*[202].

Assim, tanto intermediários como, por exemplo, as instituições financeiras, possuem atuação global, como também as infraestruturas de mercado financeiro, o que demonstra como esse mercado pode ser apresentado de formas diferentes a depender da estrutura regulatória aplicável para cada um desses intermediários e dessas infraestruturas de mercado financeiro.

Levando em consideração uma câmara de compensação e liquidação, cabe, portanto, mencionar, que a existência de uma regulação diferente para cada local onde for constituída uma câmara de compensação e liquidação cria uma dificuldade tanto para a efetiva constituição de uma câmara de compensação e liquidação que tem intenção de atuar de forma global como para o seu relacionamento com todos os indivíduos e organizações que de uma forma ou de outra estão em sua rede de relacionamento. Em relação a essa segunda dificuldade, essa aumenta à medida que cresce o número de investidores nacionais e estrangeiros, de intermediários participantes que podem também ser nacionais ou estrangeiros e de modelos de acesso à câmara de compensação e liquidação, além da quantidade de reguladores nacionais e estrangeiros e as exigências regulatórias que esses estabelecem para o seu funcionamento e adequada manutenção operacional. Uma estrutura considerada simples para o mercado de derivativos de balcão levaria em consideração o fato de as partes dos contratos serem dois bancos comerciais estabelecidos numa determinada jurisdição, que trocam riscos de uma operação principal, sendo sua compensação e liquidação realizadas financeiramente entre as duas partes e garantidas por meio de uma garantia estabelecida na própria jurisdição onde as partes se encontram. Essa estrutura tornar-se-ia mais complexa se as partes estivessem localizadas em duas jurisdições diferentes

[202] Cf. *European Securities and Markets Authorities* - ESMA, a qual divulga a lista de entidades prestadoras de serviços de compensação, liquidação e administração de riscos de contraparte estabelecidas na Europa ou estabelecidas em outro país ao redor do mundo que são autorizadas a prestar referido serviço na Europa, conforme o caso. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ccps_authorised_under_emir.pdf>. Acesso em: 28 jun. 2016. Existem outras entidades que são reconhecidas e aquelas que estão em processo de autorização e de reconhecimento, as quais não foram mencionadas nesse momento, mas serão objeto de estudo posteriormente e são também divulgadas pela ESMA. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/post-trading/central-counterparties>. Acesso em: 28 jun. 2016.

e as garantias dessa operação estivessem vinculadas a ativos de uma das partes mantidos em um *trustee internacional* estabelecido em uma terceira jurisdição e, em relação à sua compensação e liquidação, essa fosse realizada por meio de uma quarta organização independente que assegurasse o cumprimento dessa operação, por exemplo, uma câmara de compensação e liquidação, a qual poderia estar localizada em uma quarta jurisdição diferente. A análise dos riscos legais envolvidos passaria a ser mais difícil e a certeza jurídica da operação também seria mais frágil, devendo, na maioria das vezes, ser necessária a criação de uma rede de arranjos jurídicos entre todas as partes envolvidas e a comprovação de cumprimento de todos os requisitos legais e regulatórios de todas as partes envolvidas, mesmo sabendo que, embora, a execução desses arranjos jurídicos fosse questionada em algumas jurisdições.

Todas as operações do mercado financeiro são realizadas após uma análise de riscos envolvidos. Essa análise leva em consideração os riscos legais, os riscos de crédito das instituições envolvidas, os riscos operacionais, os riscos de liquidez e os riscos de mercado. A utilização de uma câmara de compensação e liquidação que assegure o cumprimento das operações do mercado de derivativos tem o condão de mitigar esses riscos envolvidos e torna-los visíveis para os reguladores desse mercado. A administração dos riscos das operações é realizada pelas câmaras de compensação e liquidação, que passam a ganhar relevância após a realização de uma negociação ou de um registro de uma operação no mercado financeiro. Ou seja, uma vez passadas as fases de inserção de ordens de compra e de venda ou de uma operação previamente realizada em um sistema de negociação, que muitas vezes, é eletrônico, ou de registro de derivativos, ativos, direitos e obrigações em sistemas de registros autorizados pelas autoridades competentes, a câmara de compensação e liquidação realizada, sobretudo, as seguintes atividades: a compensação de obrigações existentes de um intermediário participante de seus mercados, determinando, assim, um saldo líquido multilateral; a liquidação desse saldo liquido multilateral, ou seja, a extinção das obrigações compensadas dos intermediários participantes por meio de pagamento ou entrega de ativos, mercadorias e moeda estrangeira; a administração de riscos tanto de contraparte como da própria câmara de compensação e liquidação que atua como contraparte central; e a administração de garantias depositadas pelos participantes para assegurar o cumprimento das operações cursadas nos ambientes administrados pela câmaras de compensação e liquidação.

A atuação de uma câmara de compensação e liquidação como contraparte central se caracteriza à medida que essa câmara assegura o cumprimento de todas as obrigações de

todos os seus intermediários participantes em relação aos pagamentos e entregas decorrentes das operações negociadas, registradas ou executadas nos mercados por ela administrados ou nos mercados por ela determinados. Para tanto, existe uma administração de riscos envolvidos, da qual resulta a exigência para as partes dessas operações do depósito de garantias ou do próprio ativo envolvido na operação para que haja a possibilidade de assegurar referida liquidação em caso de falhas do intermediário participante com relação à câmara de compensação e liquidação. A câmara de compensação e liquidação nova (ie há a novação das obrigações das partes para a câmara de compensação e liquidação) as obrigações que eram entre as partes, gerando duas outras relações comerciais, substituindo e extinguindo as anteriores.[203] A câmara de compensação e liquidação passa a ser parte de uma relação com uma das partes e de outra relação com a outra parte. Nesse sentido, levando em consideração todas as operações de uma câmara de compensação e liquidação, a câmara é considerada a compradora de todos os vendedores e a vendedora de todos os compradores.

As legislações e normativos que obrigam a utilização de uma câmara de compensação e liquidação para extinções de obrigações decorrentes de operações do mercado financeiro geralmente estão relacionadas à aludida prevenção de falhas. A intenção das legislações e normativos é evitar prejuízos ao mercado, os quais são mitigados por meio da utilização de um terceiro imparcial envolvido na operação que assegure referida liquidação.

Essa complexidade de entidades e operações mencionadas acima é sistematizada por meio do funcionamento de uma câmara de compensação que atua como contraparte central, que estabelece relações entre esses participantes nacionais e estrangeiros e delimita as regras aplicáveis a referidas relações, passando a observar uma ótica global[204].

Em resumo, o mercado considerado global é muito amplo e, dessa forma, pode efetivamente incluir operações ou problemas que envolvam mais de um país, mais de uma

---

[203] No Brasil, aplicam-se os artigos 360 a 367 do Código Civil de 2002 – Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Ver discussão da existência ou não dessa novação em DIAS, Gustavo Neto de Carvalho. *As caixas de liquidação no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro*. 2011. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2011. p. 14, 46-51. Disseração orientada por Professor Associado Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. Embora sob um foco para o mercado de ações, ver, também, PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. 'Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações'. São Paulo: Almedina, 2013. (Coleção Insper).

[204] Para entendimento sobre a sistematização da atuação de uma câmara de compensação e liquidação que atua como uma contraparte central, verificar o amplo estudo elaborado tanto no contexto nacional como internacional pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão no processo de integração de suas câmaras Disponível em: <http://clearing.com.br/?utm_source=Home_Card&utm_medium=home_Card&utm_content=Portal_Card-Cicero#clearing>. Acesso em: 23 jun. 2017.

jurisdição e, dessa forma, desenvolve e torna-se global. Não se trata, de toda forma, de uma relação bilateral, apenas, mas de uma rede complexa de relações que possibilita, a todo instante, relações bilaterais e multilaterais de muitas formas diferentes. O objeto de estudo não é exaurir essas relações, mas apenas identificar e estudar as legislações e normativos que obrigam a utilização de contraparte central e assim gerar um exemplo de como, de fato, existe a necessidade e possibilidade de harmonização regulatória, embora ainda sejam necessários muitos passos para alcançar a forma ideal.

De toda forma, para chegar a essa restrição, é necessário ao menos compreender a existência dessa complexidade. Tenta-se, portanto, delimitar essa rede complexa de relações de forma didática e para facilitar a análise que se pretende fazer, tomando-se como base a metodologia utilizada por Hal S. Scott (2007)[205], segundo o qual as dificuldades que existem em definir e medir a globalização dos mercados financeiros podem ser enfrentadas por quatro abordagem ordenadas.

Primeiro, pode-se olhar para a correlação de *preços* entre mercados, isto é, quanto maior as correlações de taxas de retorno para ativos semelhantes entre países argumenta-se que mais integrado é o mercado. Haveria a possibilidade de estender essa primeira perspectiva para a integração internacional entre classes de ativos comparativamente à integração doméstica. Relativizando os aspectos econômicos dessa primeira análise sugerida por Scott (2007), o autor leva em consideração uma comparação entre regras locais de diferentes jurisdições, já que havendo as mesmas regras aplicáveis, haveria uma equivalência para os jogos entre os ativos de cada um dos países, podendo, assim, ser os preços dos ativos comparados de forma harmônica e integrada.

Segundo, o foco se daria para a *quantidade*. Cita-se, por exemplo, a avaliação sobre um portfolio de diversificação, segundo o qual demonstra que um investidor sobrecarrega seus portfolios com ativos nacionais. Esse efeito é conhecido como *home bias* e está presente, embora em vários graus diferentes, em quase todos os mercados locais do globo, existindo debates sobre o fato de esse efeito estar ligado a custos de operações, disponibilidade de informações ou apenas a preferência para o que os investidores estejam acostumados.

Terceiro, a análise estaria voltada para os *links* existentes entre *poupança* e níveis de *investimento* entre países, os quais, embora mais presente uma diversificação internacional

---

[205] Cf. SCOTT, Hal S. International Finance: Rule Choices for Global Financial Markets. In: GUZMAN, Andrew T.; SYKES, Alan O. (Ed.). *Research Handbook in International Economic Law*. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2007. p. 361-417. p. 362 e 363.

de investimentos, os *links* domésticos tornam-se cada vez mais seguros e fortes. O mercado financeiro de um país seria assim considerado seguro e forte havendo um número maior de uso das reservas de poupança em investimentos naquele próprio país. O uso desses recursos poupados em um país para realizar investimentos em outros países gera aumento de riscos, já que o número de *links* de investimento torna-se maiores em diferentes jurisdições envolvendo diversos participantes. Quanto mais *links* internacionais existirem em um determiando mercado financeiro, mais globalizado esse mercado seria considerado.

E, por fim, quarto, a visão está direcionada para as *barreiras formais* existentes para realizar as operações com ativos financeiros e valores mobiliários, as quais podem estar presentes tanto de forma explícitas como implícitas, sendo essas últimas, por exemplo, criadas apenas pelo fato de dois países apresentarem regras diferentes para fatos semelhantes, o qual é o ponto de análise dessa tese. Cita-se, nesse momento, o caso de regras de emissão de valores mobiliários diferenciadas, as quais impedem a integração de mercados de valores mobiliários por meio de emissão de valores mobiliários em mais de um país ao mesmo tempo, já que os custos de emissão global são mais elevados se as regras de diferentes países envolvidos fossem as mesmas[206]. Ou, ainda, a inexistência de regras equivalentes entre jurisdições que impedem instituições globais de atuar.

A questão que se pretende responder na análise desse trabalho, como será verificada adiante, está enraizada, basicamente, nessa quarta hipótese de Scott (2007). Ou seja, em alguns determinados países a obrigação de utilização de câmara de compensação e liquidação não necessariamente segue uma ordem lógica para cada ativo financeiro e valor mobiliário a ser compensado e liquidado de forma centralizada. Consequentemente, essa diferença, mais especificamente, a ausência de obrigação regulatória, causa um aumento de um risco sistêmico de falhas no mercado, que pode vir a inviabilizar o relacionamento internacional ou global de investidores, intermediários participantes e câmaras de

[206] Cf. COM PARTICIPAÇÃO em Três Bolsas na AL, BM&F Mira Argentina e Peru para Fechar Ciclo - Depois de avançar para três participações minoritárias em bolsas de valores na América Latina, a BM&FBOVESPA mira agora aquisições de fatias nas bolsas de Argentina e Peru, o que marcará o fim do ciclo de internacionalização da BM&FBovespa na região. *Agência Estado*, 7 jul. 2016. Leitura Screenshot. Segundo consta do estudo realizado, "Com essa meta em vista, a Bolsa montou recentemente uma nova diretoria, a de Desenvolvimento de Mercados para América Latina, comandada por Roberto Belchior, que era o diretor jurídico da companhia. A decisão da BM&FBovespa de ingressar na América Latina foi tomada em junho do ano passado, quando se aproximava o fim de um forte ciclo de investimentos da companhia, da ordem de R$ 1,5 bilhão. Dois bancos de investimento, então, foram contratados para assessorar os negócios. Na região, existe um projeto de integração, o Mercado Integrado Latino-americano (Mila), do qual participam Chile, Peru, Colômbia e México, com o Brasil de fora. **Entre os empecilhos para o desenvolvimento desse projeto, dizem especialistas, estão as diferentes regulações entre os países**." (grifos nossos)

compensação e liquidação de uma forma globalizada. Levando em consideração o exemplo de operações de contratos derivativos mencionado parágrafos acima, quando essas operações são complexas, há diferentes riscos legais a serem considerados e, muitas vezes, as diferentes regras aplicáveis nas diferentes jurisdições envolvidas aumentam esses riscos legais, que passam a se tornar barreiras para a realização dessas operações de derivativos e, assim, limitam o desenvolvimento do mercado financeiro avaliado. Essas características revelam, portanto, um mercado financeiro com características reais e práticas globais, complexas e incertas. Esses mesmos elementos são encontrados no mercado de derivativos de balcão, conforme a seguir exposto.

2.2 MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO

Para o entendimento do funcionamento do mercado de derivativos de balcão é necessário conceituar o instrumento financeiro utilizado nesse mercado, ou seja, o contrato derivativo ou, simplesmente, derivativo e, depois, descrever as características do ambiente em que são registrados e negociados esses derivativos, especialmente o ambiente objeto de estudo dessa tese que é o mercado de balcão[207].

2.2.1 Derivativos

O estudo do mercado de derivativos de balcão está relacionado ao próprio derivativo, que é um contrato financeiro liquidado em um momento futuro ao ato de sua celebração e cujo valor é baseado no desenvolvimento do preço de um ativo, índice, evento ou taxa a ele relacionado. O termo "derivativo" decorre do fato de o preço de um derivativo *derivar* do preço do elemento que faz parte de sua constituição. Os principais derivativos são opções, termos, constratos futuros e *swaps*, os quais passaram, nos últimos 40 anos, a ter papel cada vez mais relevante no mundo das finanças e as 'instituições financeiras, gerentes de fundos e tesoureiros corporativos firmam muitos tipos diferentes de contatos a termos, swaps, opções e outros derivativos no mercado de balcão".[208] A sua importância é tamanha que o

[207] Para avaliação específica do mercado norte-americano de derivativos e sua inserção no contexto da crise financeira global, ver RECHTSCHAFFEN, Alan. Capital Markets, Derivatives and the Law. Oxford: Oxford University Press, 2009.

[208] Cf HULL, John C. *Opções, futuros e outros derivativos*. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2016. Ver também páginas 2-24, 25-52, 162-197 e 227-250. Para história dos contratos derivativos ver WEBER, Ernst Juerg. *A Short History of Derivative Security Markets*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1141689>. Acesso em:14 dez. 2017.

valor dos ativos que são objeto de contratos derivativos em circulação é muitas vezes maior do que o produto interno bruto mundial[209].

De acordo com o glossário do BIS (2016), o conceito de derivativo (ie do original em inglês "*derivative*") é "instrumento cujo valor depende de ativo financeiro, mercadoria ou variação predefinida subjacente" (ie do original em inglês, "[i] *instrument whose value depends on some underlying financial asset, commodity or predefined variable*")[210].

Para Hull (2016), derivativos pode ser definido como "um instrumento financeiro cujo valor depende (ou deriva) dos valores de outras variáveis subjacentes mais básicas"[211]. De acordo com o autor, na maioria das vezes essas variáveis são "os preços de ativos negociados"[212]. Por exemplo, um derivativo que é uma opção sobre ações seu valor depende do preço das ações subjacentes dessas opções. Todavia, um derivativo pode ter como objeto subjacente qualquer variável.

Os derivativos são primordialmente usados para a transferência de riscos na economia em que estao sendo circulado de uma entidade para outra, sendo o motivo dessa transferência de riscos a procura por uma proteção financeira, uma especulação ou, ainda, uma arbitragem. Assim como elucida Hull (2016), quem estudo os derivativos desde 1998, houve avanços no mercado de derivativos, os quais se desenvolveram para diversas formas, existindo ativamente negociação de "derivativos de crédito, derivativos de eletricidade, derivativos de clima e derivativos de seguros", bem como "derivativos de taxas de juros, câmbio e patrimônio líquido"[213], sendo esses últimos criados nos últimos 10 anos.

Os contratos futuros e a termo são contratos utilizados para "comprar e vender um ativo em determinada data futura por um preço específico"[214]. Na maior parte das vezes, o contrato futuro é negociado em mercado de bolsa e os contatos a termo são padronizados e negociados no mercado de balcão, podendo, também, haver contratos negociados no mercado de balcão que não são padronizados (ie flexíveis). Os contratos a termo (em inglês *forward*) é um contrato utilizado para "comprar ou vender um ativo em uma determinada data futura por um preço específico."[215] Um exemplo bastante característico do contrato a termo é o contrato a termo de câmbio, o qual é utilizado para se proteger de variações

[209] Cf HULL, John C. *Opções, futuros e outros derivativos*. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2016. p. 1.
[210] Cf. Glossário do BIS atualizado em 11 de dezembro de 2016, o qual se encontra Disponível em: <http://www.bis.org/statistics/glossary.htm?&selection=337&scope=Statistics&c=a&base=term>. Acesso em: 4 ago. 2017.
[211] Cf HULL, John C. op.cit., p.1.
[212] Cf HULL, John C. op. cit., p. 1.
[213] Cf HULL, John C. op. cit., p. 1.
[214] HULL, John C. op. cit., p. 25.
[215] HULL, John C. op. cit., p. 6.

cambiais futuras. Por sua vez, as opções são negociadas tanto no mercado de bolsa como no mercado de balcão e existem dois tipos de opções: opção de compra (em inglês *call*) e opçao de venda (em inglês *put*). A opção de compra dá ao seu titular o direito de comprar um ativo subjacente até uma data por um preço previamente determinado. A opção de venda dá ao seu titular o dritio de vender o ativo subjacente até uma data por um preço previamente determinado. A opção é comprada por um valor (ie preço de exercício) e pode ser exercida em qualquer momento até a da de seu vencimento (essas opções são chamadas de *opções americanas*) ou apenas pode ser exercida na data do vencimento do contrato comprado (essas opções são chamadas de *opções europeias*). Esse direito concedido ao titular de uma opção de comprar ou vender determinado ativo é facultativo, podendo ser ou não ser exercido por seu titular.

As taxas de juros definem "a quantidade de dinheiro que o devedor promete pagar ao credor"[216]. Elas são cotadas em uma base frequente em cada mercado relevante e leva em consideração cada moeda, taxas de hipotecas, taxas de depósitos, taxas prefenciais para empréstimos e outras. Assim, a taxa de juros aplicada leva em consideração o risco de crédito de uma determinada operação ou ativo e os derivativos de taxas de juros são usados para transferir esse risco de uma parte para outra. Os riscos de créditos são baseados na potencial inadimplência por parte de quem tomou recursos emprestados no mercado, havendo, assim, os juros e o principal sobre os qual incidem os juros e, caso um ou os dois (juros e principal) não sejam pagos ao credor conforme acordado previamente, haveria um caso de inadimplência do devedor. Assim, o risco de crédito aumenta a cada momento em que a taxa de juros utilizada nessa relação comercial prometida também aumenta.

Essa taxa de juros, assim como a taxa de câmbio, é utilizada em swaps nos mercados de derivativos de balcão. Um swap é um contrato em que há a transferência de risco de uma parte para outra. Em um swap de taxas de juros, conforme explica Hull (2016), existe uma empresa que "concorda em pagar, à outra, fluxos de caixa iguais aos juros, a uma taxa fixa predeterminada, sobre o principal nocional por um número de anos predeterminado". Assim, há a limitação do risco dessa parte. Em troca, "ela recebe da outra empresa juros a uma taxa flutuante sobre o mesmo principal nocional pelo mesmo período de tempo"[217].

O swap conhecido como *swap de moeda fixa por fixa* envolve trocar os pagamentos de principal e juros a uma taxa fixa em uma moeda pelos pagamentos de principal e juros a

[216] HULL, John C. *Opções, futuros e outros derivativos*. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2016.
[217] Ibid., p. 163.

uma taxa fixa em outra moeda.[218] Os outos dois tipos de swaps de moeda geralmente utilizados são os *swaps de moeda fixa por flutuante* e o *swap de moeda flutuante por fixa*. No primeiro, "uma taxa de juros flutuante em uma moeda é trocado por uma taxa de juros fixa em outra moeda", e, no segundo, "uma taxa de juros flutuante em uma moeda é trocada por uma taxa de juros flutuante em outra moeda"[219].

Em caráter adicional, cabe mencionar que o contrato derivativo não segue os padrões de um contrato comercial comum. Um contrato derivativo é um instrumento financeiro e tem características de um contrato regido pelo direito civil, por ter manifestação de vontade entre as partes capazes, objeto lícito, possível, determinado ou determinável, mas também, pelo o que se vê da explicação sobre derivativos, são regidos por outras regras, que determinam sua constituição, validade, condição de existência, execução, compensação, liquidação, administração de riscos e outros elementos, conforme indicado a seguir para cada jurisdição estudada. O Código Civil Brasileiro, por exemplo, traz previstos aqueles contratos típicos e entre eles não se encontra o derivativo, razão pela qual é considerado um contrato atípico. Todavia, essa não é uma posição pacífica na doutrina, que diverge em relação à sua natureza jurídica, transitando entre jogo, aposta, valor mobiliário, contrato diferenciado e outras naturezas jurídicas[220].

2.2.2 Mercado de balcão

O mercado de derivativos de balcão possui esse nome porque é um mercado que ocorre em ambiente não regulamentado[221].

Geralmente, um contrato derivativo de balcão é celebrado bilateralmente, ou seja, entre duas partes, sem que haja, em tese, emissão de ordens de compra e de venda em um

---

[218] HULL, John C. *Opções, futuros e outros derivativos*. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2016. p. 179.

[219] Ibid., p. 186.

[220] Para discussão da natureza jurídica do contrato derivativo ver MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. Tratado de Direito Comercial brasileiro. Campinas: Russel Editores, 2005. v. 4, t. 3. p. 331; SILVA NETO, Lauro de Araújo. *Derivativos*: definições, emprego e risco. São Paulo: Atlas, 2002. p.87; EIZIRIK, Nelson. Aspecttos juridicos dos mercados futuros. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Economico e Financeiro*, São Paulo, v. 30, n. 81. p. 22-35. jan./mar. 1991. p. 22; SZTAJN, Rachel. Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em Bolsa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Economico e Financeiro*, São Paulo, v.36. n. 105. p. 53-69. jan./mar. 1997; GOLDBERG, GOLDBERG, Daniel Krepel. A Lei 10.303, de 2001, e a inclusão dos derivativos no rol dos valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo*, v. 42, n. 129. p.73-82. jan./mar. 2003; YAZBEK, Otávio. Os derivativos e seu regime jurídico: modalidades contratuais, problemas de interpretação e riscos legais. In: CANTIDIANO, L. L.; MUNIZ, I. (Org.). *Temas de Direito Bancário e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

[221] No Brasil, existe o mercado de balcão organizado e o mercado de balcão não organizado, conforme exposto adiante.

sistema multilateral de negociação, como é o caso de todos os contratos derivativos dos mercados de bolsa[222].

Nos mercados de balcão os participantes contatam uns aos outros diretamente por telefone ou e-mail ou encontram contrapartes para suas operações utilizando-se de corretores intermediários e os grandes bancos atuam, geralmente, como formadores de mercado para aumentar a liquidez de determinado ativo subjacente.

Essa característica de ausência de regulação, principalmente nos EUA, passou a ser severamente alterada após a crise financeira de 2007, com o apoio das discussões e orientações da regulação financeira internacional.

2.2.3 Características do mercado de derivativos de balcão

A maioria dos mercados de derivativos de balcão não possuíam exigências de serem compensados e liquidados por meio de contraparte central garantidora, sendo a usa existência relacionada à necessidade de aumento de segurança e estabilidade para esse mercado.

Soma-se às características do mercado de derivativos de balcão o fato de existir uma significativa quantidade de operações chamadas *cross-border*, isto é, operações envolvendo partes e ativos relacionados a mais de uma jurisdição.

Ademais, devido ao fato de ser por muito tempo realizado sem qualquer regulamentação e bilateralmente, o mercado como um todo pouco tem acesso aos dados estatísticos e essenciais de sua constituição e avaliação. Isso demonstra uma falta de transparência desse mercado e os participantes não possuem boa compreensão das exposições a riscos envolvidos e relações existentes entre os participantes desse mercado.

Dessa forma, os mercados de derivativos de balcão apresentam os seguintes riscos essenciais: risco de crédito de contraparte; riscos operacionais; e risco sistêmico alto, tendo em vista a interconectividade entre os participantes, que geralmente são grandes e poucas companhias e instituições financeiras. Os riscos envolvidos em uma operação de swap, por exemplo, que são arranjos privados entre duas empresas, compreende essencialmente o risco

[222] Cf HULL, John C. *Opções, futuros e outros derivativos*. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2016. p. 2.

de crédito, que é o risco de uma das empresas não cumprir com suas obrigações perante a outra, tendo em vista todas as transações existenste entre elas[223].

Basicamente, para mitigar esses riscos, foram três as características da reforma do mercado de balcão ao redor do mundo: (1) derivativos de balcão padronizados devem ser negociados em plataformas eletrônicas de negociação, deixando de ser basicamente por telefone ou e-mail diretamente entre as partes;[224] (2) há a obrigação de utilização de contraparte central para compensar e liquidar os derivativos de balcão padronizados; e (3) todas as operações de contratos derivativos de balcão devem ser reportadas a um repositório de transações.

Hull (2016) traz informações sobre o tamanho do mercado de derivativos de balcão em comparação ao mercado de derivativos de bolsa.[225] Ou seja, o mercado não regulado é muito maior que o mercado regulado, desde 1998, em termos de valores negociados, embora o número de operações realizadas no mercado de bolsa seja maior. As estatísticas coletadas pelo BIS utilizadas por Hull traz a dimensão desse mercado, que passou de aproximadamente 100 trilhões de dólares norte-americcdos para mais de 600 trilhões de dólares norte-americanos em dezembro de 2012. O mercado de balcão chegou a 632,6 trilhões de dólares americanos nesse período, enquanto que o mercado de bolsa alcançou 52,6 trilhões de dólares norte-americanos. Esses valores se referem ao montante correspondente aos ativos subjacentes dos contratos derivativos negociados nos respectivos mercados comparados. Vale a pena ilustrar um desses contratos derivativos, conforme feito por Hull (2016): "um contrato de compra de 100 milhões de dólares com libras britânicas por um câmbio predeterminado em 1 ano. O valor principal total subjacente a essa transação é de 100 milhões de dólares". Esse valor corresponde ao ativo subjacente. O valor da transação pode ser de apenas um milhão de dólares, diminuindo esse valor, inclusive se considerado o valor bruto das operações e aquelas compensadas.

---

[223] Ver, também, sobre risco de crédito, YAZBEK, Otávio. O risco de crédito e os novos instrumentos financeiros – uma análise funcional. In: WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (Coord.). *Contratos bancários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p.309-338.

[224] Especificamente sobre o impacto do uso de CCP para mitigação de riscos de créditos, ver DUFFIE, Darrell; ZHU, Haoxiang. "Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk". Review of Asset Pricing Studies, Oxford, n. 1, p. 74-95. 2011.

[225] Cf HULL, John C. *Opções, futuros e outros derivativos*. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2016. p. 5-6.

2.2.4 Principais tipos de derivativos do mercado de balcão

Os principais derivativos celebrados no mercado de balcão, em termos de volume e valor de mercado[226], são: derivativos de taxas de juros (ie *Interest Rate Derivatives*), incluindo os derivativos de taxas de câmbio (ie *foreign exchange*) em moeda estrangeira (ie *foreign currency*), entre os quais estão *overnight indexed swaps*, *forward rate agreements*, e *interest rate swaps.* Ademais, existem os *OTC Foreign Exchange Derivatives*, *OTC equities derivatives*, *Credit default swaps*, e *Repos*.

O volume desse mercado é divulgado semianualmente e trianualmente pelo BIS por classe de derivativos[227].

De acordo com a análise dos relatórios do BIS, é possível afirmar que desde 2001 até 2016, os derivativos de balcão não estão perdendo participação de mercado para os mercados de bolsa, mas sim que ambos os mercados estão cada vez mais semelhantes do ponto de vista regulatórios[228]. Ademais, cada vez mais os derivativos padronizados do mercado de balcão são registrados, compensados e liquidados de forma centralizada por uma câmara ou prestador de serviços de compensação de liquidação que atue como contraparte central, conforme é possível verificar dos dados métricos divulgados pelo FSB em maio de 2017

---

[226] Ver <www.bis.org.br>. Acesso em: 4 ago. 2017.

[227] O BIS publica relatórios contendo estatísticas dos mercados de derivativos. Os últimos relatórios realizados e publicados podem ser encontrados em <http://www.bis.org/statistics/derstats3y.htm?m=6%7C32%7C617>. Acesso em: 4 ago. 2017. Conforme consta dos relatórios publicados pelo BIS: "*Semiannual OTC derivatives statistics - The semiannual survey is conducted under the auspices of the Committee on the Global Financial System and provides information about the size and structure of the largest OTC derivatives markets. It captures notional amounts outstanding, gross market values, gross credit exposures and Herfindahl concentration measures. Central banks and other authorities from the following 13 jurisdictions currently participate in the survey: Australia, Belgium, Canada, France, Germany, Italy, Japan, the Netherlands, Spain, Sweden, Switzerland, the United Kingdom and the United States. Triennial OTC derivatives statistics - The Triennial Central Bank Survey enhances the semiannual survey by collecting data from a much broader sample of derivatives dealers - as many as 53 jurisdictions participate in the survey. Like the semiannual survey, the Triennial Survey captures notional amounts outstanding and gross market values. In addition, it captures turnover in OTC interest rate and foreign exchange derivatives markets*."

[228] A esse respeito ver EHLERS, Torsten; EREN, Egemen. The changing shape of interest rate derivatives. BIS Quarterly Review, New York, p. 53-65, Dec., 2016. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612f.pdf>. Acesso em: 4 ago. 2017. De acordo com os autores: "*We analyse recent developments in over-the-counter (OTC) interest rate derivatives markets using the results of the 2016 BIS Triennial Central Bank Survey. Overall, turnover in both OTC and exchange-traded markets has expanded moderately since 2013. The average daily turnover of US dollar-denominated instruments has nearly doubled, driven by contracts with short maturities. Turnover of euro-denominated instruments has halved. We argue that monetary policy has been an important factor behind these changes. Despite a tightening of US monetary policy, activity in long-maturity US dollar contracts has remained subdued, which we attribute to reduced hedging demand from government-sponsored enterprises. Regulatory reforms have continued to influence market structure. To date, OTC markets have not lost market share to exchanges. In fact, regulatory changes are making OTC markets more similar to exchanges.*"

sobre obrigação de utilização de contraparte central para compensação e liquidação de derivativos do mercado de balcão, segundo o qual a parcela de mercado global relativa a derivativos baseados em taxa de juros do mercado de balcão OTC que são compensados e liquidados de forma centralizada quase triplicaram entre o final de dezembro de 2008 e o final de dezembro de 2016, chegando a um percentual de 61%, sendo que a taxa de novas operações que são compensadas e liquidadas de forma centralizada é ainda maior, bem como a disponibilidade de CCP continua crescendo, apresentando 30 CCP agora autorizadas a compensar e liquidar derivativos do mercado de balcão OTC nas jurisdições do FSB, com muitas dessas entidades autorizadas oferecendo serviços em mais de 13 jurisdições do FSB[229].

2.2.5 Participantes relevantes

Os participantes do mercado de derivativos de balcão são geralmente instituições contratadas para atuar ou que atuam com interesse próprio como "formadores de mercado" (em inglês *market-makers dealers*), entre os quais geralmente incluem os grandes bancos comerciais e os bancos de investimento, instituições cuja atividade se restringe a negociação de ativos financeiros e valores mobiliários, grandes investidores, bem como relevantes investidores institucionais, fundos de investimento, veículos de investimentos coletivos, fundos de pensão, *hedge funds* e, por fim, as grandes companhias de seguro.

Entre os participantes do mercado de derivativos de balcão, existem aqueles que usam os contratos derivativos para proteção a riscos (ie do original em inglês *hedgers*), os especuladores e os arbitradores. De acordo com Hull (2016), os "hedgers estão na posição de enfrentar um risco associado ao preço de um ativo e usam derivativos para reduzir ou eliminar esse risco". Por sua vez, os "especuladores desejam apostar nos movimentos futuros do preço de um ativo e usam derivativos para aumentar sua alavancagem". E, por fim, os "arbitradores tentam tirar vantagem da discrepância entre os preços em dois mercados diferentes", por exemplo, "eles veem que o preço futuro de um ativo está desalinhado do preço à vista, eles tomam posições correspondentes nos dois mercados para garantir um lucro".[230]

---

[229] Cf. ANDRESEN, Svein. Secretary General, Financial Stability Board – FSB. Reforming derivatives markets: a stocktake. *ISDA Annual General Meeting*, n. 10, p. 2-3, May 2017. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Andresen-ISDA-Reforming-derivatves-markets-a-stocktake.pdf>. Acesso em: 29 ago. 2017.

[230] Cf HULL, John C. *Opções, futuros e outros derivativos*. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2016. p. 20.

3 CARACTERÍSTICAS DO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO: ANÁLISE ESPECÍFICA DA OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO QUE ATUE COMO CONTRAPARTE CENTRAL PARA O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO

Após expostas as características do mercado financeiro considerado global, bem como analisado o papel do direito regulatório internacional na constituição e na regulação desse mercado, tem-se a intenção de descrever e avaliar a inserção do Brasil nesse mercado contextualizado internacionalmente, apresentando assim nova perspectiva de análise para o mercado que aparentemente se chama local, mas que cada vez mais apresenta características globais e se insere nas análises de autores, especialmente estrangeiros, que debatem a existência apenas de um mercado global, sendo, o mercado local apenas um estágio inicial de sua evolução natural[231].

Para tanto, passamos a estudar de que forma a obrigação de utilização de câmara de compensação e liquidação que atua como contraparte central se mostra presente na legislação, regulação e normatização do mercado financeiro brasileiro, chegando, como se verá, ao resultado de sua intersecção com normas internacionais e, assim, gerando uma espécie de guia do direito regulatório internacional, formado pela rede de conexões jurídicas, regulatórias, econômicas, políticas e de gestão de riscos voltadas para um fim comum, que gera efeitos na jurisdição brasileira e também em outras jurisdições, inclusive de organizações internacionais e entidades privadas de caráter internacional.

---

[231] Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation: Final Report*. FR23/2015. Setembro, 2015. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD507.pdf>. Acesso em: 5 jul. 2016; e SCOTT, Hal S. International Finance: Rule Choices for Global Financial Markets. In: GUZMAN, Andrew T.; SYKES, Alan O. (Ed.). *Research Handbook in International Economic Law*. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2007. p. 361-417. p. 370-413.

3.1 O CASO BRASILEIRO DA LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO ESPECÍFICAS SOBRE CÂMARAS DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO

Adiante estão expostos os principais dispositivos legais aplicáveis às câmaras de compensação e liquidação estabelecidas no Brasil.

3.1.1 Lei n. 10.214

A Lei n. 10.214, de 27 de março de 2001, publicada no D.O.U. de 28.3.2001 (edição extra) e decorrente da conversão da Medida Provisória n. 2.115-16, de 2001, foi criada como resultado da almejada à época reformulação do sistema de pagamentos brasileiro, também conhecido pela sigla SPB. Tamanha a importância de uma câmara de compensação e liquidação no cenário brasileiro que foi criada uma lei especifica para tratar desse assunto. Nota-se que poucas alterações foram realizadas nessa lei, a qual se mantém atual após mais de 16 anos.

De acordo com essa lei, que dispõe especificamente sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, além de dar outras providências, o sistema de pagamentos brasileiro integra as entidades, os sistemas e os procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros ativos financeiros, ou com o processamento, a compensação e a liquidação de pagamentos em qualquer de suas formas (art. 2º).

Inclui, no SPB, além do serviço de compensação de cheques e outros papéis, os seguintes sistemas, na forma de autorização concedida às respectivas câmaras ou prestadores de serviços de compensação e liquidação, pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, em suas áreas de competência: I – de compensação e liquidação de ordens eletrônicas de débito e de crédito; II – de transferência de fundos e de outros ativos financeiros; III – de compensação e de liquidação de operações com títulos e valores mobiliários; IV – de compensação e de liquidação de operações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuros; e V – outros, inclusive envolvendo operações com derivativos financeiros, cujas câmaras ou prestadores de serviços tenham sido autorizados na forma deste artigo (parágrafo único, art. 2º).

A Lei 10.214 admite a *compensação multilateral* de obrigações no âmbito de uma mesma câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação (art. 3º) e, para efeitos de referida legislação, define a *compensação multilateral* de obrigações como sendo

o "procedimento destinado à apuração da soma dos resultados bilaterais devedores e credores de cada participante em relação aos demais." (parágrafo único, art. 3º).

É no *caput* do artigo 4º da Lei 10.214 que se encontra a obrigação de atuação de uma câmara de compensação e liquidação como contraparte central garantidora das obrigações resultantes das operações envolvendo ativos financeiros e valores mobiliários nelas cursadas. A redação desse artigo é clara, porém carece de complementos, conforme será exposto mais a frente. O referido artigo indica que nos sistemas 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", as câmaras de compensação e liquidação "assumirão em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação de obrigações, realizada por intermédio da câmara"[232].

Esse artigo traz referência a uma parte da obrigação em si, pois apenas trata das obrigações de operações realizadas já em câmaras de compensação e liquidação. O que falar das operações não cursadas em câmaras de compensação e liquidação, mas que também afetam os indicados volumes e natureza dos negócios que são capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro? Ademais, outro ponto aberto nessa legislação é a questão de discricionariedade do Banco Central do Brasil para definir quais volumes e quais naturezas de negócios que devem ser objeto de compensação e liquidação por uma câmara de compensação e liquidação que atua como contraparte central.

O primeiro ponto em aberto, ou seja, o fato de uma câmara atuar como contraparte central das operações nela cursadas e não abranger outras operações, será abordado em seguida, após estudar a Lei 10.214, uma vez que há legislação brasileira esparsa referente aos produtos em si, mas não em relação à atividade de uma câmara. A Lei 10.214 traz a disposição no sentido de que *determinadas operações* sejam obrigatoriamente levadas ao registro em uma câmara de compensação e liquidação e, consequentemente, são compensadas e liquidadas em seu ambiente.

Entre as *determinadas operações* sobre as quais recai a referida obrigação de compensar e liquidar por meio de contraparte central após terem sido registradas em seu ambiente estão os derivativos. Especificamente sobre os derivativos, a partir de 2011, esses

---

[232] Redação original do artigo 4º da Lei n. 10.214: "Art. 4o Nos sistemas 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, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação assumirão, sem prejuízo de obrigações decorrentes de lei, regulamento ou contrato, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações, realizada por intermédio da câmara ou prestador de serviços.".

instrumentos passaram a ter sua validade condicionada a um registro em uma câmara de compensação e liquidação e, assim, são obrigatoriamente, a depender do volume e natureza do negócio determinados pelo Banco Central do Brasil, levados a uma compensação e liquidação por meio de uma câmara de compensação e liquidação que atua como contraparte central garantidora.

Mas como seria a legislação e regulação aplicada ao funcionamento de uma câmara de compensação e liquidação?

A Lei n. 10.214 traz o marco legal da obrigação de compensação e liquidação de operações financeiras por meio de contraparte central garantidora. O paragrafo 1º do artigo 4º da Lei n. 10.214 isenta de responsabilidade as câmaras de compensação e liquidação pelo adimplemento das obrigações originárias do emissor, de resgatar o principal e os acessórios de seus títulos e valores mobiliários objeto de compensação e de liquidação. Ou seja, as câmaras de compensação e liquidação, ao atuar como contrapartes centrais garantidoras, não devem assumir a posição de contratante para as obrigações originárias do emissor, mas apenas das obrigações assumidas em seus ambientes. Entre essas obrigações assumidas em seus ambientes, citam-se as obrigações de pagamento pela compra de uma ação de uma empresa listada e a de entrega dessa ação vendida, bem como o pagamento correspondente ao valor de um contrato derivativo com liquidação financeira na data de seu vencimento ou a entrega de mercadoria de um contrato derivativo que teve seu vencimento expirado. Não compreende, por exemplo, entre as obrigações de uma câmara de compensação e liquidação arcar com falhas decorrentes de pagamento eventos corporativos como pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio.

A atuação de uma câmara de compensação e liquidação como contraparte central gera a necessidade de sua estrutura estar voltada também para a administração de riscos decorrentes dessa atividade. Para tanto, o parágrafo 2º do artigo 4º da Lei n. 10.214 prevê que essas câmaras devem "contar com mecanismos e salvaguardas" que lhe permitam "assegurar a certeza da liquidação das operações nelas compensadas e liquidadas"[233]. O parágrafo 3º do artigo 4º dessa lei prevê que esses mecanismos e essas salvaguardas compreendem, dentre outros, "dispositivos de segurança adequados e regras de controle de

[233] Redação original do parágrafo 2º do artigo 4º da Lei n. 10.214: "§ 2o Os sistemas de que trata o caput deverão contar com mecanismos e salvaguardas que permitam às câmaras e aos prestadores de serviços de compensação e de liquidação assegurar a certeza da liquidação das operações neles compensadas e liquidadas.".

riscos, de contingências, de compartilhamento de perdas entre os participantes e de execução direta de posições em custódia, de contratos e de garantias aportadas pelos participantes".

As exigências expostas acima e outras que podem se encontradas na legislação brasileiras, sobretudo em leis e atos de órgãos reguladores, especialmente o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, são relevantes para a análise em questão[234]. Entre as mais importantes estão as previstas no artigo 5º da Lei n. 10.214, o qual prevê que as câmaras de compensação e liquidação que são "responsáveis por um ou mais ambientes sistemicamente importantes deverão, obedecida a regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil, separar *patrimônio especial*, formado por bens e direitos necessários a garantir exclusivamente o cumprimento das obrigações existentes em cada um dos sistemas que estiverem operando". Os parágrafos 1º e 2º do mencionado artigo 5º da Lei n. 10.214 estabelecem que "os bens e direitos integrantes do *patrimônio especial* de que trata o caput, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicarão com o patrimônio geral ou outros patrimônios especiais da mesma câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação, e não poderão ser utilizados para realizar ou garantir o cumprimento de qualquer obrigação assumida pela câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação em sistema estranho àquele ao qual se vinculam" e que "os atos de constituição do patrimônio separado, com a respectiva destinação, serão objeto de averbação ou registro, na forma da lei ou do regulamento".

Cabe mencionar sobre as garantias aportadas pelos participantes de uma câmara de compensação e liquidação que os bens e direitos oferecidos para essa finalidade 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 de compensação e liquidação na qualidade de contraparte central garantidora (art. 6º da Lei n. 10.214)[235].

Ademais, a Lei n. 10.214 assegura ainda outra proteção para a atuação das câmaras de compensação e liquidação, a qual prevê em seu artigo 7º que

> [...] os regimes de insolvência civil, concordata, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial, a que seja submetido qualquer participante, não afetarão o adimplemento de suas obrigações, assumidas no âmbito das câmaras de

[234] Ver, sobre regulação dos mercados financeiro e de capitais no Brasil, YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

[235] Redação original do artigo 6º da Lei n. 10.214: "Art. 6o 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, nos termos do disposto no caput do art. 4o desta Lei.".

> compensação e liquidação, que serão ultimadas e liquidadas pela câmara, na forma de seus regulamentos.

As obrigações assumidas pelos participantes são preservadas e asseguradas mesmo que havendo submissão de participantes a regimes de insolvência[236].

Uma vez havendo a necessidade de utilização das garantias depositadas por esses participantes submetidos a regimes de insolvência, observados os termos dos normativos das câmaras de compensação e liquidação, essas garantias serão monetizadas pela câmara e o produto da realização das garantias prestadas por esse participante submetido a qualquer dos regimes indicados no artigo 7º da Lei n. 10.214, assim como os títulos, valores mobiliários e quaisquer outros seus ativos, objeto de compensação e liquidação, "serão destinados à liquidação das obrigações assumidas no âmbito das câmaras de compensação e liquidação" (parágrafo único, art. 7º, Lei 10.214)[237].

O artigo 8º da Lei n. 10.214 prevê que quando um participante está submetido a um regime de insolvência ou quando apenas inadimpliu perante uma câmara de compensação e liquidação, a liquidação das obrigações, sempre observado o disposto nos normativos da câmara na qual está vinculado, dar-se-á:

> I – com a tradição dos ativos negociados ou a transferência dos recursos, no caso de movimentação financeira; e II – com a entrega do produto da realização das garantias e com a utilização dos mecanismos e salvaguardas de que tratam os §§ 2o e 3o do art. 4o, quando inexistentes ou insuficientes os ativos negociados ou os recursos a transferir"[238].

---

[236] Ver, em complemento, os artigos 193 e 194 da Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005 ("Lei de Falências"), que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária, publicada no DOU de 9.2.2005 - Edição extra: "Art. 193. O disposto nesta 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. Art. 194. O produto da realização das garantias prestadas pelo participante das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação financeira submetidos aos regimes de que trata esta Lei, assim como os títulos, valores mobiliários e quaisquer outros de seus ativos objetos de compensação ou liquidação serão destinados à liquidação das obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadoras de serviços".

[237] Redação original do artigo 7º, *caput* e parágrafo único, da Lei n. 10.214: "Art. 7o Os regimes de insolvência civil, concordata, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial, a que seja submetido qualquer participante, não afetarão o adimplemento de suas obrigações, assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, que serão ultimadas e liquidadas pela câmara ou prestador de serviços, na forma de seus regulamentos. Parágrafo único. O produto da realização das garantias prestadas pelo participante submetido aos regimes de que trata o caput, assim como os títulos, valores mobiliários e quaisquer outros seus ativos, objeto de compensação ou liquidação, serão destinados à liquidação das obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços.".

[238] Redação original do artigo 8º, *caput*, da Lei n. 10.214: "Art. 8o Nas hipóteses de que trata o artigo anterior, ou quando verificada a inadimplência de qualquer participante de um sistema, a liquidação das obrigações, observado o disposto nos regulamentos e procedimentos das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, dar-se-á: I - com a tradição dos ativos negociados ou a transferência dos recursos, no caso de movimentação financeira; e II - com a entrega do produto da realização das garantias e com a utilização dos mecanismos e salvaguardas de que tratam os §§ 2o e 3o do art. 4o, quando inexistentes ou insuficientes os ativos negociados ou os recursos a transferir.".

Somente depois de verificado o cumprimento das obrigações perante uma câmara de compensação e liquidação e adotadas as providencias indicadas em I e II acima, havendo saldo positivo, que esse é transferido ao participante, integrando a respectiva massa, se for o caso, e havendo saldo negativo, esse constituirá crédito da câmara contra o participante (parágrafo único, art. 8º, Lei 10.214).

Importante notar as penalidades aplicáveis e previstas na Lei 10.214 em caso de descumprimento de suas regras, conforme previsto em seu artigo 9º e 10, a segue transcritos:

> Art. 9o A infração às normas legais e regulamentares que regem o sistema de pagamentos sujeita as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação, seus administradores e membros de conselhos fiscais, consultivos e assemelhados às penalidades previstas:
> I - no art. 44 da Lei no 4.595, de 31 de dezembro de 1964, aplicáveis pelo Banco Central do Brasil;
> II - no art. 11 da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, aplicáveis pela Comissão de Valores Mobiliários.
> Parágrafo único. Das decisões proferidas pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento neste artigo, caberá recurso, sem efeito suspensivo, para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, no prazo de quinze dias.
> Art. 10. O Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, nas suas respectivas esferas de competência, baixarão as normas e instruções necessárias ao cumprimento desta Lei.

3.2 A ATUAÇÃO DO CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL E DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Delegadas as funções ao Conselho Monetário Nacional e ao Banco Central do Brasil por meio da legislação acima exposta, bem como daquelas relacionadas como, por exemplo, da Lei n. 9545, de 31 de dezembro de 1964, passemos a avaliar as regulamentações emitidas por esses dois órgãos aplicáveis às câmaras de compensação e liquidação, com o objetivo de identificar, especificamente, como o sistema jurídico brasileiro trata a obrigação de compensar e liquidar os contratos derivativos por meio de contraparte central.

3.2.1 Resolução n. 2.882 e Circular n 3.057

Em complemento à Lei n. 10.214, no Brasil, o Conselho Monetário Nacional criou regras sobre o sistema de pagamentos e as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação que o integram, por meio da Resolução n. 2.882, publicada em

30 de agosto de 2001[239], e o Banco Central do Brasil, por sua vez, emitiu a Circular n. 3.057, de 31 de agosto de 2001[240], a qual aprova 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.

Esses dois atos reguladores criam exigências para a constituição, funcionamento e manutenção das câmaras de compensação e liquidação e complementam, assim, o artigo 4º da Lei n. 10.214. Objetivamente sobre a obrigação de utilização de uma câmara de compensação e liquidação, o Banco Central do Brasil previu nos artigos 8º e 9º do Regulamento Anexo à Circular nº 3.057, os parâmetros e a discricionariedade do Banco Central do Brasil para considerar um sistema sistemicamente importante, ou seja, que seu volume e a natureza dos negócios nele executados, compensados e liquidados, podem trazer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro. Assim vejamos a seguir.

De acordo com o artigo 8º do Regulamento Anexo à Circular 3.057, 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.
> § 1º Para fins do disposto na alínea "a" do inciso II, o giro financeiro diário médio é calculado:
> I – tomando-se as trinta maiores posições observadas nos seis meses anteriores ao de avaliação; e
> II – desconsiderando-se, no caso do STR, as movimentações nas quais remetente e beneficiária são a mesma instituição financeira.
> § 2º Nas situações de que trata o inciso II do caput:
> I - a avaliação será feita mensalmente; e
> II - o Banco Central do Brasil concederá prazo de até seis meses, contados do mês seguinte ao da avaliação, para a câmara ou o prestador de serviços de compensação e de liquidação promover as necessárias adaptações decorrentes do enquadramento do sistema que opere como sistemicamente importante.
> § 3º Na situação de que trata a alínea "a" do inciso II do caput, será considerado o movimento esperado para os primeiros dois semestres civis completos de funcionamento, no caso de sistemas em início de funcionamento.

---

[239] Texto original disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47065/Res_2882_v2_P.pdf>. Acesso em: 22 maio /2017.

[240] Texto original disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47058/Circ_3057_v10_P.pdf>. Acesso em: 22 maio 2017.

> I – será considerado o movimento esperado para os primeiros dois semestres civis completos de funcionamento, no caso de sistemas em início de funcionamento; e
> II - o Banco Central do Brasil poderá manter o enquadramento de um sistema como não-sistemicamente importante se, a seu exclusivo critério, o giro financeiro observado em determinado período, que justificaria o enquadramento como sistemicamente importante, for considerado anormal e com pouca possibilidade de se repetir em períodos seguintes.
> Art. 9º Independentemente do disposto no art. 8º, o Banco Central do Brasil 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.
> Parágrafo único. No caso de enquadramento de um sistema como sistemicamente importante, será concedido prazo de até seis meses para a câmara ou o prestador de serviços de compensação e de liquidação promover as necessárias adaptações. (grifo nosso).

Portanto, no caso das câmaras de compensação e liquidação que realizam a liquidação das obrigações decorrentes de ativos financeiros, títulos, valores mobiliários, derivativos financeiros e moedas estrangeiras (art. 8º, inciso I, do Regulamento Anexo à Circular n. 3.057), não importa o valor individual de cada transação e do giro financeiro diário para a sua caracterização como sendo uma estrutura sistemicamente importante e, dessa forma, haver a necessidade de a liquidação das obrigações desses ativos financeiros e valores mobiliários ser realizada por meio de uma câmara de compensação e liquidação que atue como contraparte central. Cabe notar que, embora o artigo 4º da Lei n. 10.214 faça menção ao "volume" das operações a serem liquidadas, apenas a questão da "natureza dos negócios", também previsto nesse artigo, é que foi levada em consideração para a caracterização de um sistema sistemicamente importante e, assim, ser mandatória a utilização de contraparte central garantidora.

Cabe ressaltar, contudo, que o Banco Central do Brasil tem competência para enquadrar ou desenquadrar, a seu exclusivo critério, determinado sistema de liquidação de transferência de fundos como sistemicamente importante (art. 9º, caput e parágrafo único, do Regulamento Anexo à Circular n. 3.057).

3.3 A IMPORTÂNCIA DA NATUREZA DOS NEGÓCIOS NO CASO BRASILEIRO

Tendo em vista a importância da natureza dos negócios a serem liquidados por meio de uma câmara de compensação e liquidação, passemos a avaliar o ativo objeto de estudo – o derivativo – e os dispositivos legais que trazem evidência da obrigação de utilização de uma câmara de compensação e liquidação para a compensação e liquidação de obrigações decorrentes de operações envolvendo esse tipo de valor mobiliário.

De acordo com o parágrafo 4º do artigo 2º da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, publicada no DOU de 9/12/1976, o qual foi incluído pela Lei n. 12.543, de 8 de dezembro de 2011, publicada no DOU de 9/12/2011[241], os contratos derivativos têm sua validade condicionada ao 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. A redação original de referido parágrafo 4º traz menção aos contratos derivativos de que tratam os incisos VII e VIII do *caput* do artigo 2º da Lei n. 6.385, que fazem menção, respectivamente: aos contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; e a outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes.

A Lei n. 6.385 dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, sendo a redação de seu artigo 2º, que elenca taxativamente são os valores mobiliários sujeitos ao regime dessa lei, alterada em 2001 pela Lei n. 10.303, de 31/10/2001, a qual incluiu nesse rol os contratos derivativos descritos nos termos dos incisos VII e VIII[242]. Além dos contratos derivativos, de acordo com os incisos I, II, III, IV, V, VI e IX do artigo 2º da Lei n. 6.385, respectivamente, são também valores mobiliários: as ações, debêntures e bônus de subscrição; os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; os certificados de depósito de valores mobiliários; as cédulas de debêntures; as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; as notas comerciais; quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Nos termos do parágrafo 1º do artigo 2º da Lei n. 6.385, estão excluídos do regime dessa lei, ou seja, não sendo, assim, considerados valores mobiliários: os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

---

[241] Redação original do parágrafo 4º do artigo 2º da Lei n. 6.385: "§ 4o É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória no 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.".

[242] Ver GOLDBERG, Daniel Krepel. A Lei 10.303, de 2001, e a inclusão dos derivativos no rol dos valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo*, v.42. n.129. p.73-82. jan./mar. 2003.

Consta, ainda, do artigo 2º dessa Lei (parágrafo 3º) a competência da Comissão de Valores Mobiliários para expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

> I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; **IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões**. (grifo nosso).

Destaca-se, portanto, entre as competências da CVM sobre o rol de valores mobiliários indicado no artigo 2º da Lei 6.385, a sua capacidade de estabelecer padrões para os contratos derivativos e realizar a supervisão de sua emissão contendo os padrões mínimos exigidos. Os contratos derivativos, incluindo os derivativos registrados e negociados no mercado de balcão, são objeto de supervisão e fiscalização da CVM.

Sobre esse ponto, cabe ressaltar a existência do convênio existente entre CVM e BCB sobre os contratos derivativos cujo objeto subjacente seja ouro, moeda, taxas de juros e outros ativos que tenham reflexos na formulação e gestão das políticas monetária, cambial e creditícia.[243] Por meio desse convênio, tendo em vista a competência do BCB previstas na Lei 9.545/64, Lei 4.728/65 e Lei 10.214/01, os contratos derivativos que tenham esses específicos ativos subjacentes, serão previamente examinados pelo BCB antes de sua aprovação pela CVM para negociação.

3.4 A AVALIAÇÃO DO REGISTRO DE DERIVATIVO EM CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO A PARTIR DA ANÁLISE DE DUAS PERSPECTIVAS DIFERENTES: DO PONTO DE VISTA DA REGULAÇÃO DA INFRAESTRUTURA DO MERCADO FINANCEIRO E DO PONTO DE VISTA DA REGULAÇÃO DO PRODUTO ANALISADO

O registro em uma câmara de compensação e liquidação de um contrato derivativo como sendo sua condição de validade chama a atenção para o fato de que todos os contratos derivativos no Brasil, a partir de 9/12/2011, passaram a ser conhecidos, identificados e registrados em entidades de reputação relevante no mercado financeiro brasileiro.

---

[243] O convênio celebrado entre Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central do Brasil, com vistas ao intercâmbio de informações e outras atividades correlatas, é datado de 5 de julho de 2002 e está disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/port/public/publ/convenio.asp>. Acesso em 15 dez. 2017.

Todavia, o fato de serem registrados em uma câmara de compensação e liquidação não fez com que, por força regulatória aplicada especificamente uma infraestrutura de mercado – câmara de compensação e liquidação – , todos os derivativos fossem obrigados a serem liquidados por meio de contraparte central, conforme avaliado anteriormente no artigo 8º, inciso I, da Resolução CMN 2.882.

Para compreender esses dois pontos de vista da análise, cabe diferenciar uma *obrigação de registro* de uma *obrigação de compensação e liquidação* por meio de contraparte central. A obrigação de registro é mandatória e tem o escopo de identificação e armazenamento de dados em relação aos contratos derivativos e está relacionada à questão de transparência e acesso à informação pelas autoridades reguladoras e administradoras de mercado organizado, visando uma melhor administração de riscos e estabilidade de mercado para os participantes e investidores envolvidos. Por outro lado, a obrigação de compensação e liquidação de obrigações por meio de contraparte central é facultativa para as partes que, uma vez optando por seguir pela utilização de contraparte central, essa deve ser utilizada. A opção é relacionada ao tipo de derivativo que, a depender de determinadas situações, a autoridade regulatória pode vir a determinar essa obrigação mandatória.

De toda a forma, a análise do ponto de vista de uma infraestrutura de mercado e não do produto em si, leva à conclusão de que todas as operações envolvendo derivativos que forem levadas à liquidação por meio de uma câmara de compensação e liquidação devem ser realizadas na sua qualidade de contraparte central. Por outro lado, um derivativo que seja registrado no ambiente de registro – isto é, em um ambiente do mercado de balcão organizado administrado por uma entidade terceira às partes envolvidas em referido derivativo – não necessariamente deve ser compensado e liquidado por uma câmara de compensação e liquidação que atue como contraparte central. Esse derivativo somente será compensado e liquidado por contraparte central se o foi constituído tendo essa obrigação entre as partes. Porém, esse mesmo derivativo, se for padronizado e tiver a menção ao fato de ser assegurado por meio de contraparte central, obrigatoriamente esse derivativo deve ser compensado e liquidado pela câmara de compensação e liquidação que atue como contraparte central garantidora.

3.5 ANÁLISE REGULATÓRIA DOS TIPOS DE DERIVATIVOS REGISTRADOS E NEGOCIADOS NO MERCADO DE BALCÃO BRASILEIRO

A utilização facultativa das partes, no Brasil, de uma câmara de compensação e liquidação que atue como contraparte central para a maioria dos contratos de derivativos de balcão faz necessária uma análise regulatória para identificar quais contratos derivativos devem (i.e. por força regulatória) ser compensados e liquidados por meio de contraparte central.

A relevância do mercado de derivativos no Brasil está concentrada em seu mercado doméstico, embora também haja uma pequena parcela do mercado que atue também nos mercados externos.[244] Ademais, os contratos derivativos são, em sua maioria, no Brasil, negociados em mercado de bolsa e liquidados por meio de contraparte central, restando uma parcela pequena, mas significativa, negociada no mercado de derivativos de balcão. Em geral, os contratos futuros e as opções de câmbio, no Brasil, são liquidados financeiramente, isto é, não há a entrega da moeda estrangeira na data de liquidação do contrato, sendo, dessa forma, liquidados em moeda local (em Reais) e no mercado de bolsa, com a câmara de compensação e liquidação atuando obrigatoriamente por meio de contraparte central, conforme visto da regulação aplicada anteriormente.

Adicionalmente, cabe mencionar que entre esses poucos contratos não negociados em mercado de bolsa e que são registrados ou negociados no mercado de balcão estão, sobretudo os contratos de câmbio (em inglês *foreign exchange contracts*) e contratos de taxa de juros (em inglês *interest rate contracts*), bem como derivativos de mercadorias (em inglês *commodities derivative contracts*) e de ações (em inglês *stock derivative contracts*). A distinção entre esses contratos derivativos registrados e negociados no mercado brasileiro e os contratos derivativos semelhantes que são registrados e negociados nos outros mercados relevantes mundiais como, por exemplo, nos EUA e na União Europeia, é o fato de os contratos brasileiros serem liquidados em moeda local, isto é, em Reais. Quando um investidor estrangeiro norte-americano, por exemplo, realiza um investimento em um contrato derivativo no Brasil, esse contrato é liquidado em Reais no mercado local brasileiro, por meio de uma câmara de compensação e liquidação que atua como contraparte central, quando esses contratos são padronizados ou não padronizados, mas com cláusula que o obrigue liquicar dessa forma. Se houvesse a possibilidade de esses contratos derivativos

[244] Para uma análise econômica do mercado de derivativos no Brasil, ver relatório quadrimestral do BIS, publicado em dezembro de 2016, disponível em: <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612g.htm> p. 75.

serem liquidados em moeda estrangeira no Brasil, haveria a necessidade de explorar a análise da extraterritorialidade da legislação norte-americana e de outros mercados relevantes para esses contratos derivativos e os riscos envolvidos. Como não é o caso, o mercado local brasileiro possui robusta e conservadora característica para a mitigação de riscos decorrentes desses contratos derivativos, o que ocorre por meio da atuação dos reguladores CVM e BCB.

3.6 APLICAÇÃO DOS PFMI PELAS AUTORIDADES COMPETENTES BRASILEIRAS E A SUA RELEVÂNCIA PARA A MANUTENÇÃO DO BRASIL NO CENÁRIO FINANCEIRO INTERNACIONAL

Uma vez que as câmaras de compensação e liquidação exercem papel importante na compensação e liquidação de ativos financeiros e valores mobiliários a medida que (1) registram os contratos derivativos, (2) realizam a sua compensação e liquidação de forma centralizada e (3) asseguram, assim, o total cumprimento das obrigações assumidas pelas partes perante essas câmaras, o Brasil acrescentou à sua atuação conservadora e robusta a devida atenção ao seu desenvolvimento, seguindo as tendências internacionais. A importância das câmaras de compensação e liquidação brasileiras no cenário internacional fez com que o governo brasileiro participasse de todas as discussões havidas internacionalmente desde o projeto de reformulação do SPB sobre esse assunto, razão pela qual o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, além de outras medidas, realizaram a implementação dos *Principles for Financial Market Infrastructures* – PFMI[245] no Brasil, além de outros princípios e recomendações elaboradas pelo BIS e IOSCO, os reguladores funcionais internacionais.

Em 16 de abril de 2012, o Comitê sobre Pagamentos e Sistemas de Compensação, do Banco Internacional de Compensações, e o Comitê Técnico da Organização Mundial das Comissões de Valores Mobiliários publicaram os chamados Princípios para Infraestruturas de Mercado Financeiro, no qual consta o conceito em inglês dessas entidades como sendo "*a multilateral system among participating institutions, including the operator of the system, used for the purposes of clearing, settling, or recording payments, securities, derivatives, or other financial transactions*"[246]. Esses princípios se caracterizam em novos padrões

[245] Cf. documento publicado pelo *Bank for International Settlements* - BIS elaborado em conjunto com a *International Organization of Securities Commissions* – IOSCO em 2012. Informações disponível em: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101.htm>. Acesso em: 5 jul. 2016.

[246] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. International Organization of Securities Commissions. Principles for Financial Market Infrastructures. 2012. *Principles for Financial Market Infrastructures*.

internacionais destinados para as infraestruturas de mercado financeiro, incluindo sistemas de pagamento sistemicamente importantes, depositários centrais de ativos, contrapartes centrais de operações e repositórios de ativos.

Esses princípios substituíram outros já existentes relacionados ao tema, de forma a atualizá-los e fortalecê-los, por meio da rede *transgovernamental* anteriormente citada na tese. Assim, a intenção foi fortalecer esses padrões para permitir uma maior resiliência das infraestruturas de mercado financeiro em casos de crises mundiais, sobretudo em hipóteses de inadimplemento de participantes. Levando em consideração Scott (2007), essa harmonização pretende alcançar uma maior estabilidade financeira e um desenvolvimento eficiente do mercado de ativos financeiros e valores mobiliários[247].

Há, nesses princípios, uma revisão das responsabilidades das autoridades competentes de regular, monitorar e supervisionar as infraestruturas de mercado financeiro, os quais são considerados princípios basilares em reconhecimento que diferentes infraestruturas de mercado financeiro podendo ter diferentes formas de alcançar seus objetivos particulares.

Em alguns casos, entretanto, os princípios exigem o cumprimento de requisitos mínimos para assegurar um nível mínimo de administração de riscos no que se refere à interoperabilidade entre infraestruturas de mercado financeiro ao redor do mundo e em diferentes países. Ao todo são 24 (vinte e quatro) princípios. Os primeiros três princípios estabelecem um guia geral sobre a organização de uma infraestrutura de mercado financeiro, com o intuito de direcionar o estabelecimento de uma fundação sólida para a administração de risco de uma infraestrutura de mercado financeiro.

O primeiro princípio é focado na base legal e exige que uma infraestrutura de mercado financeiro tenha uma forte base legal para suas atividades.

O segundo princípio traz sua atenção para a governança de uma infraestrutura de mercado financeiro, exigindo que essa seja robusta o suficiente para possibilitar uma saúde e eficiente das atividades de uma infraestrutura de mercado financeiro, de forma a suportar

---

2012. Disponível em: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>. Acesso em: 5 jul. 2016. Tradução livre do autor para o português: "um sistema multilateral entre instituições participantes, incluindo o operador do sistema, usado para a finalidade de compensação, liquidação ou repositório de pagamentos, ativos financeiros, valores mobiliários, derivativos ou outras operações financeiras".

247 Cf. SCOTT, Hal S. International Finance: Rule Choices for Global Financial Markets. In: GUZMAN, Andrew T.; SYKES, Alan O. (Ed.). *Research Handbook in International Economic Law*. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2007. p. 361-417. p. 361. Segundo o autor, no original em ingles: "*there has been and will continue to be a progression toward harmonized rules created and supervised by supranational authorities in the field of international finance because this approach minimizes global financial instability and maximizes efficiency*".

a estabilidade de um sistema financeiro mais abrangente, considerando os interesses públicos e os objetivos das entidades consideradas interessadas de uma forma relevante. Ademais, o Princípio 2 traz disposições sobre responsabilidades, funções e composição para o conselho de administração.

O Princípio 3 está relacionado com a estrutura para compreensão da administração de riscos que requer que uma infraestrutura de mercado financeiro tenha uma visão integrada e compreensiva de seus riscos.

A administração de riscos de crédito e a administração de riscos de liquidez são tratados nos Princípios 4, 5, 6 e 7. Refere-se aos riscos que surgem dos processos de pagamento, compensação e liquidação executados por uma infraestrutura de mercado financeiro. Ao contrário do que ocorreu em outras oportunidades, esses dois tipos de riscos (riscos de crédito e riscos de liquidez) são tratados separadamente, existindo avaliação separada para cada um deles.

O Princípio 4 (risco de crédito) e o Princípio 7 (risco de liquidez) são complementados pelo Princípio 5 sobre garantias depositadas em uma estrutura de salvaguardas e pelo Princípio 6 sobre exigência de garantias para cada operação (margem).

Esses quatro princípios (Princípios 4 ao 7) são designados para prover um alto nível de certeza de que uma infraestrutura de mercado é capaz de funcionar e prover serviços como uma entidade financeira estável em tempos agitados do mercado, inclusive quando existir uma crise financeira e em condições plausíveis de mercado.

O Princípio 4 endereça a administração de risco de crédito e requer que um sistema de pagamento considerado sistemicamente importante, um sistema de liquidação de ativos ou uma entidade que atue como contraparte central de suas operações garanta (tenha garantias depositadas para) sua exposição de crédito para cada participante com alto grau de certeza. Ademais, esse princípio requer que contraparte central envolvida em atividades com maior grau de risco (complexos) ou que seja sistemicamente importante em mais de uma jurisdição deve manter fontes de recursos adicionais suficientes para suportar ao menos a inadimplência de dois participantes (incluindo todas as entidades filiais e subsidiarias) que tem a potencialidade de causar a maior exposição agregada de crédito para a contraparte central em condições de mercado extremas, mas plausíveis.

O Princípio 4 requer, ainda, que uma infraestrutura de mercado financeiro elabore regras e procedimentos explícitos para endereçar potenciais perdas de crédito descobertas e a reconstituição de recursos financeiros quando necessário.

O Princípio 5 sobre garantias e o Princípio 6 relativo a margem endereça essa questão das garantias envolvidas em uma infraestrutura de mercado financeiro de forma a exigir que essa deva possuir garantias para cobrir suas exposições a riscos de crédito e de liquidez. O Princípio 5 diz respeito à exigência de qualidade, forma e administração de garantias que uma infraestrutura de mercado financeiro aceita para administrar sua exposição a crédito. Esse Princípio exige que toda garantia aceita por uma infraestrutura de mercado financeiro seja de baixíssimo risco de crédito, liquidez e de mercado. Ademais, esse requer que uma infraestrutura de mercado financeiro estabeleça e imponha limites de concentração e de redução do valor de um ativo no mercado (*haircut*) apropriadamente conservadores.

O Princípio 6 aplica-se especificamente para contrapartes centrais e exige requerimentos de margem e seus respectivos modelos. Para que se tenha uma estrutura forte para amortecer choques contra sua potencial exposição futura a participantes, uma contraparte central deve estabelecer níveis de margem inicial requerida em um determinado nível de confiança estabelecido unicamente para suas características de pelo menos 99% (noventa e nove por cento) em relação à distribuição estimada de sua exposição futura. Esse princípio também exige que uma contraparte central analise e monitore seu modelo de desempenho e de margem requerida por meio da condução de rigoroso teste de suas atividades (*backtesting*), o qual deve ser feito diariamente e, ao menos uma vez por mês, deve ser realizada uma análise sensitiva para cada modelo adotado.

O Princípio 7 relacionado ao risco de liquidez requer que uma infraestrutura de mercado financeiro mantenha recursos suficientemente líquidos em todas as moedas consideradas relevantes para a sua atividade para ter efeito no mesmo dia em que for utilizada e, quando apropriado, para liquidação de pagamentos no mesmo dia ou em vários dias com um alto grau de certeza de confiança sob uma vasta gama de potenciais cenários de estresses do mercado. Esses cenários devem incluir a inadimplência de participante e suas filiais e subsidiarias. As questões relativas a sistema sistemicamente importante e elaboração de regras e procedimentos indicadas sobre o Princípio 6, aplicam-se também em relação ao Princípio 7. Nesse princípio é exigido que a liquidez dos recursos seja testada.

O risco de liquidação, o qual se refere ao risco de uma liquidação não ocorrer como esperado, é tratado nos princípios 8 ao 10. Uma infraestrutura de mercado financeiro está relacionada a risco de liquidação no que se refere à liquidação de uma operação prevista para ocorrer por meio de suas estruturas, das estruturas de outra infraestrutura de mercado ou de um terceiro (por exemplo, um banco central ou um banco comercial).

O Princípio 8 relacionado à certeza de liquidação, isto é, a certeza de que uma liquidação seja definitiva, bem como irrevogável. Uma infraestrutura de mercado financeiro deve prover liquidação final e definitiva de forma clara e segura. Quando necessário ou preferível, uma infraestrutura de mercado financeiro deve fornecer uma liquidação final no mesmo dia ou em tempo real. O Princípio 9 fortalece o guia para liquidação em dinheiro e incentiva uma infraestrutura de mercado financeiro a conduzir liquidação de dinheiro usando vias monetárias do banco central do local em que está estabelecida.

O Princípio 10, por sua vez, estabelece diretrizes para uma infraestrutura de mercado financeiro que forneça serviços de liquidação por entrega física, a qual, segundo esse princípio deve claramente estabelecer suas obrigações com relação a essa entrega física de instrumentos ou commodities.

Os Princípios 11 e 12 se referem, respectivamente, aos depositários centrais de ativos e aos sistemas de liquidação de instrumentos de câmbio e troca de valores, e consolidam e harmonizam diretrizes anteriormente já formuladas a respeito dos riscos a que esse tipo de infraestruturas de mercado financeiro estão expostas. À medida que as características e o objetivo das atividades executadas por um depositário central de ativos variam de acordo com a jurisdição e o mercado em que estão localizados e realizam suas atividades, o depositário central de ativos exerce um papel crítico na proteção de ativos e ajuda a assegurar a integridade de ativos emitidos e as transações a eles relacionadas.

O Princípio 11 requer que um depositário central de ativos mantenha, de forma imobilizada ou desmaterializada, os ativos para essa entidade, transferidos por escrituração. De forma semelhante, sistemas de liquidação de intercambio de valores possuem um papel crítico para mitigação de risco de principal. O Princípio 12 requer que esses sistemas eliminem o risco de principal assegurando que a liquidação final e definitiva de uma obrigação ocorra se e apenas se a liquidação final da obrigação vinculada também ocorra.

A administração de risco relacionada à inadimplência de obrigação perante uma infraestrutura de mercado financeiro está endereçada no Princípio 13, que determina padrões mínimos para assegurar políticas e procedimentos apropriados para lidar com inadimplência de participantes, exigindo que todas as infraestruturas de mercado financeiro tenham regras e procedimentos efetiva e claramente definidos para administrar a inadimplência de participantes. Essas regras e procedimentos devem permitir que uma infraestrutura de mercado financeiro continue a exercer suas atividades no evento de inadimplência de um participante.

O Princípio 14 refere-se à segregação e portabilidade de posições e garantias especificamente direcionadas às contrapartes centrais. De acordo com esse princípio, uma entidade que atue como contraparte central deve ter regras e procedimentos que permitam a segregação e a portabilidade de posições de clientes de participantes e as garantias fornecidas para a contraparte central com relação às correspondentes posições.

Em relação ao risco geral do negócio, risco de custódia e investimento e administração de risco operacional, há três princípios específicos, respectivamente, os Princípios 15, 16 e 17.

Os Princípios 18, 19 e 20 são relacionados ao acesso de participantes, estabelecendo que esse deve ser justo e aberto, desde que os riscos a que potencialmente uma infraestrutura de mercado financeiro esteja exposta sejam administrados e mitigados por meio de arranjos alternativos de acesso.

O Princípio 18 estabelece que os requerimentos de acesso e participação estabelecidos nesse princípio devem permitir o acesso amplo e justo dos participantes, porém mantendo a solidez, segurança e estabilidade que se espera das atividades de uma infraestrutura de mercado financeiro.

O Princípio 19 requer que uma infraestrutura de mercado financeiro identifique, monitore e administre riscos materiais que a esteja exposta com relação a participantes indiretos.

O Princípio 20 refere-se à interoperabilidade (*links*) existente entre participantes do mesmo mercado em que atua uma infraestrutura de mercado financeiro e de outros mercados.

No que se refere à eficiência das atividades de uma infraestrutura de mercado financeiro, os Princípios 21 e 22 trazem diretrizes relacionadas à eficiência e efetividade no cumprimento de requisitos pelos participantes e pelo mercado a que está relacionada. Eficiência é um conceito muito amplo, que compreende o que uma infraestrutura de mercado financeiro executa, como ela o faz e que recursos são requeridos. Efetividade está relacionada em como uma infraestrutura de mercado financeiro encontra seus objetivos principais e propósitos.

O Princípio 22 está relacionado ao aspecto tradicional de eficiência que são os procedimentos de comunicação e padronização. Esse princípio requer que uma infraestrutura de mercado financeiro use, no mínimo, procedimentos de comunicação e procedimentos internacionalmente aceitos para alcançar eficiência. Para uma infraestrutura de mercado financeiro que mantém operações transfronteiriças e oferece serviços em outros países, o uso

de procedimentos operacionais e padronizados de comunicação internacionalmente aceitos é especialmente importante.

Por fim, a exigência de transparência aparece nos Princípios 23 e 24. As informações relevantes relativas a uma infraestrutura de mercado financeiro devem ser fornecidas aos seus participantes, autoridades e ao público em geral para informar decisões da entidade e dar confiança ao mercado. Suas regras, procedimentos e informações de mercado, conforme indicado no Princípio 23, devem ser divulgadas por uma infraestrutura de mercado financeiro para permitir que participantes e potenciais participantes tenham um entendimento apropriado e mais aprofundado dos riscos, taxas e outros custos envolvidos em sua atuação como participante dessa infraestrutura de mercado financeiro. O cumprimento aos princípios também deve ser publicamente divulgado. O Princípio 24, por sua vez, está relacionado à divulgação de informações de mercado por meio de repositórios de transações.

Esses princípios foram observados pelo Brasil (ie tanto do ponto de vista regulatório como sob a perspectiva das câmaras de compensação e liquidação – operação conjunta das autoridades regulatórias e a iniciativa privada) no que se refere à regulação das infraestruturas de mercado, como é possível verificar do Comunicado n. 25.097, de 10 de janeiro de 2014, emitido pelo Banco Central do Brasil, segundo o qual esse "comunica a utilização, pelo Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos, dos Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro no monitoramento e na avaliação do Sistema de Pagamentos Brasileiro", conforme segue:

> Considerando a missão do Banco Central do Brasil de assegurar um sistema financeiro sólido e eficiente, as competências conferidas pelas Leis nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, 10.214, de 27 de março de 2001, e 12.810, de 15 de maio de 2013, e o disposto no art. 1º da Resolução nº 2.882, de 30 de agosto de 2001, do Conselho Monetário Nacional, comunico a utilização, pelo Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos, dos Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro (*Principles for Financial Market Infrastructures* - PFMI), publicados pelo Comitê de Sistemas de Liquidação e Pagamentos do Banco de Compensações Internacionais (CPSS/BIS) e pelo Comitê Técnico da Organização Internacional de Comissões de Valores (TC/IOSCO), no monitoramento e na avaliação da segurança, eficiência, integridade e confiabilidade dos sistemas de compensação e de liquidação integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro, bem como dos registros e depósitos centralizados de ativos financeiros e de valores mobiliários[248].

Como se verifica desse comunicado ao mercado do Banco Central do Brasil, no qual há algumas das principais normas do ordenamento jurídico nacional que se refere às

[248] Cf. publicação do Banco Central do Brasil Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=11400189>. Acesso em: 5 jul. 2016.

infraestruturas de mercado financeiro, entre as quais inclui as câmaras de compensação e liquidação, as mais relevantes são: Lei n. 10.214, de 27 de março de 2001; a Resolução do Conselho Monetário Nacional n. 2.882, de 30 de agosto de 2001; a Circular do Banco Central do Brasil n. 3.057, de 31 de agosto de 2001; a Lei n. 10.931, de 02 de agosto de 2004; a Lei n. 12.543, de 08 de dezembro de 2011; o Decreto n. 7.897, de 1 de fevereiro de 2013; a Lei n. 12.810, de 15 de maio de 2013; as instruções da Comissão de Valores Mobiliários n.s 541, 542, 543 e 544, todas de 26 de dezembro de 2013; e a Circular do Banco Central do Brasil n. 3.743, de 08 de janeiro de 2015[249].

A Lei n. 10.214, de 27 de março de 2001, já mencionada, traz o objeto nodal da reformulação do sistema de pagamentos brasileiro dispondo sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, além de prever outras disposições. Em seu complemento, estão a Resolução do Conselho Monetário Nacional n. 2.882, que dispõe sobre o sistema de pagamentos e as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação que o integram, bem como a Circular do Banco Central do Brasil n. 3.057, que aprova 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.

A Lei n. 10.931, em seu artigo 63-A, constituído por meio da Lei n. 12.543, prevê que a constituição de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários em operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do sistema de pagamentos brasileiro, de forma individualizada ou em caráter de universalidade, será realizada, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, exclusivamente mediante o registro do respectivo instrumento nas entidades expressamente autorizadas para esse fim pelo BCB e pela CVM, observadas as respectivas competências. Sendo que o regulamento publicado por meio do Decreto n. 7.897, de 1 de fevereiro de 2013, estabelece as formas e condições do registro de que trata nesse artigo, inclusive no que concerne ao acesso às informações.

Por sua vez, em 15 de maio de 2013, a Lei n. 12.810, que dispõe, entre outras previsões sobre o parcelamento de débitos com a Fazenda Nacional, relativos às contribuições previdenciárias de responsabilidade dos Estados, do Distrito Federal e dos

[249] Complementam esse conjunto normativos a Lei n. 4595, de 31 de dezembro de 1964, a Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965, a Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976, a Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, entre outras.

Municípios; altera as Leis nos 8.212, de 24 de julho de 1991, 9.715, de 25 de novembro de 1998, 11.828, de 20 de novembro de 2008, 10.522, de 19 de julho de 2002, 10.222, de 9 de maio de 2001, 12.249, de 11 de junho de 2010, 11.110, de 25 de abril de 2005, 5.869, de 11 de janeiro de 1973 - Código de Processo Civil, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, e 9.514, de 20 de novembro de 1997; e revoga dispositivo da Lei no 12.703, de 7 de agosto de 2012, de forma a prever, sem seus artigos 22 ao 31, regras relativas ao depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários e o registro de ativos financeiros e valores mobiliários em sistemas de registro e liquidação financeira autorizados pelos reguladores competentes.

Em decorrência das disposições da Lei n. 12.810, a Comissão de Valores Mobiliários do Brasil publicou as instruções n. 541 a 544, relativas respectivamente aos depositários centrais; à atuação dos custodiantes; aos escrituradores e agentes emissores de certificados; e aos repositórios de transações e implementação de princípios internacionais aplicados às infraestruturas de mercado financeiro[250]. Por fim, a Circular do Banco Central do Brasil n. 3.743 aprova o regulamento que disciplina as atividades de registro e de depósito centralizado de ativos financeiros e a constituição de gravames e de ônus sobre ativos financeiros depositados[251].

O arranjo jurídico indicado acima demonstra uma real situação de como o mercado financeiro brasileiro está inserido no contexto internacional, mesmo que muito incipiente. Porém, é questão de receber elogio o modo e o tempo em que foram realizadas as alterações em resposta às demandas de uma economia internacionalmente interconectada. Caso não houvesse essa interconexão, o Brasil estaria isolado e não haveria qualquer demanda por parte de participantes internacionais para que as infraestruturas brasileiras e o governo brasileiro realizassem esses ajustes finos em sua regulação e funcionamento das câmaras de

---

[250] As razões para elaboração dessas instruções e as discussões envolvidas quando de sua elaboração estão disponíveis em <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0613.html> e <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0913.html>. Acesso em: 5 jul. 2016.

[251] Cf. PADILHA, Alexandre Garcia; OLIVEIRA, Bruno Batista da Costa de. A constituição de gravames pelos prestadores de serviço de deposito centralizado de valores mobiliários: construção do regime legal brasileiro aplicável. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, n. 13, jan./fev. 2016, DTR\2016\548, p. 217-248; PADILHA, Alexandre Garcia; OLIVEIRA, Bruno Batista da Costa de. Características da custodia fungível de valores mobiliários e as razões que habilitam um prestador de serviço de deposito centralizado de valores mobiliários a constituir gravames. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, n. 13, jan./fev. 2016, DTR\2016\549, p. 249-272; PADILHA, Alexandre Garcia; OLIVEIRA, Bruno Batista da Costa de. Os regimes jurídicos aplicáveis às garantias constituídas perante os depositários centrais: análise das diferenças entre o tratamento conferido pelas Leis nº 10.214/01 e nº 10.931/04. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 15, p. 43-66, maio/jun. 2016, Alexandre Garcia Padilha; OLIVEIRA, Bruno Batista da Costa de. Efeitos dos regimes de insolvência sobre valor mobiliário depositado em depositário central. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 17, 2016.

compensação para que a jurisdição brasileira pudesse ser considerada equivalente a outras jurisdições como, por exemplo, a europeia.

A B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (antiga BM&FBOVESPA S.A – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros), na qualidade de administradora de câmaras de compensação e liquidação tem papel fundamental nesse processo, conforme é possível verificar no trabalho de implementação dos PFMIs, no desenvolvimento de uma câmara integrada para todos os mercados administrados pela B3 e pela estrutura vertical sobre a qual é constituída[252].

A atuação do Banco Central do Brasil foi além e acrescentou ao debate da participação do Brasil no contexto do mercado global de ativos financeiros e valores mobiliários a sua publicação, em primeiro de dezembro de 2015, das Circulares n. 3.772, 3.773 e 3.774[253], por meio das quais o Banco Central do Brasil regulamentou o reconhecimento das contrapartes centrais estrangeiras como qualificadas por parte dessa Autarquia, alterando, também, os requisitos aplicáveis às instituições financeiras quanto à aplicação do Acordo de Basileia III. A atuação do Banco Central do Brasil contribuiu para que fosse alcançada a reciprocidade entre as jurisdições brasileira e europeia com o fim de a BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros obtivesse o reconhecimento de suas câmaras de compensação e liquidação perante *European Securities and Markets Authority* – ESMA[254].

O referido processo de reciprocidade entre as jurisdições brasileira e europeia teve em 15 de dezembro de 2016 seu desfecho, quando a Comissão Europeia reconheceu a equivalência do arcabouço legal brasileiro aplicável às câmaras de compensação e liquidação que atuam como contrapartes centrais por meio do *Commission Implementing Decision (EU) 2016/2276 of 15 December 2016 on the equivalence of the regulatory framework for central counterparties in Brazil in accordance with Regulation (EU) No 648/2012 of the European*

---

[252] Ver www.b3.com.br/pt_br/, www.bmfbovespa.com.br e ipn.bmfbovespa.com.br/. Acesso em:29/11/2017.

[253] Cf. publicações do Banco Central do Brasil disponíveis em <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=3772&tipo=Circular&data=1/12/2015>, <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=3773&tipo=Circular&data=1/12/2015>, e <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=3774&tipo=Circular&data=1/12/2015>. Acesso em: 5 jul. 2016.

[254] Cf. Comunicado Externo n. 022/2015-DP da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Diponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D09752AE99370152B116DDDF17C7>. Acesso em: 5 jul. 2016.

Parliament and of the Council[255]. Essa decisão de equivalência levou em consideração o arcabouço legal brasileiro aplicável às câmaras de compensação e liquidação que atuam como contrapartes centrais, descrito, sobretudo, na Lei n. 10.214 e de seu complemento pela Resolução do CMN n. 2.882 e pela Circular do BCB n. 3.057, para considerá-lo equivalente àquele constante da regulação europeia, ou seja, a *Regulation (EU) No 648/2012 (European Market Infrastructure Regulation – EMIR*[256]*)*. Essa equivalência está prevista no Artigo 25(6) do EMIR.

A decisão de equivalência da Comissão Europeia publicada foi necessária para a o reconhecimento das câmaras de compensação e liquidação administradas pela BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, pela *European Securities and Markets Authority* (ESMA), na condição de câmaras de compensação e liquidação que atuam como contrapartes centrais localizadas em país terceiro em relação à União Europeia (em inglês *third country central counterparty* – TC CCP).

O pedido de reconhecimento dessas câmaras de compensação e liquidação administradas pela BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, à época, foi realizado à ESMA em 11/09/2013 e, na data de 29 de março de 2017, o *Board of Supervisor* da ESMA proferiu decisão no sentido do reconhecimento das câmaras de compensação e liquidação administradas pela BM&FBOVESPA, na condição de TC CCP. Uma vez reconhecidas as câmaras de compensação e liquidação da BM&FBOVESPA que atuam como contrapartes centrais, essas podem ser consideradas como *qualifying central counterparties* (“QCCP”), para os efeitos dos requisitos de capital aplicáveis às instituições financeiras europeias exigidos nos termos da *Regulation (EU) 575/2013 of the European Parliament and of the Council on Prudential Requirements for Credit Institutions and Investment Firms and Amending Regulation*. Cabe citar o pronunciamento da B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão – (antiga BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros) sobre o assunto em seu Comunicado Externo n. 010/2017-DP, de 31 de março de 2017, conforme segue:

> A qualificação das Câmaras BM&FBOVESPA como QCCP é um importante marco para o fortalecimento e desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais brasileiro, ao permitir que instituições estrangeiras vinculadas aos participantes da BM&FBOVESPA atuem no mercado brasileiro por meio de suas

[255] Ver íntegra da decisão em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2016.342.01.0061.01.ENG&toc=OJ:L:2016:342:TOC. Acesso em: 23 maio 2017.

[256] Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2012.201.01.0001.01.ENG&toc=OJ:L:2012:201:TOC>. Acesso em: 29 maio 2017.

> subsidiárias nacionais com maior eficiência no que diz respeito aos requisitos de alocação de capital aplicáveis.[257]

O Brasil, assim, aprimorou sua inserção no cenário global do mercado financeiro global e, como exposto, demonstrou uma nova forma de pensar o direito aplicado a esse mercado, observados os limites expostos acima, restringidas as análises à atuação de uma câmara de compensação e liquidação que atua como contraparte central, cujas atividades estão voltadas para uma necessidade de mitigação de risco sistêmico, seja dos entes privados como das instituições públicas envolvidas. Foi notável a cooperação desenvolvida entre todos os participantes do mercado brasileiro, incluindo autoridades reguladoras, infraestruturas de mercado, intermediários, para alcançar o reconhecimento da equivalência da jurisdição brasileira às demais jurisdições que possuem mercado financeiro desenvolvido. Os participantes envolvidos não eram apenas locais, mas também de outras jurisdições, sobretudo do Atlântico Norte (Estados Unidos da América, União Europeia e Reino Unido).

O Brasil, na qualidade de Estado, acompanha as discussões realizadas nas principais organizações internacionais voltadas para o mercado de ativos financeiros e valores mobiliários e, no âmbito jurídico regulatório internacional, acaba por receber influência externa na regulação de seu mercado. Todavia, como o mercado financeiro é considerado global, decisões, políticas e discussões ocorridas nos entes internacionais, voltadas para o desenvolvimento econômico e, ao mesmo tempo, para a mitigação de risco, isto é, à estabilidade econômica mundial, afetam de alguma forma o Brasil e, como exposto acima, apresenta uma aparente maior interdependência entre o direito regulatório internacional e o mercado financeiro, do qual o Brasil faz parte, sendo vistos tanto entes privados como entes públicos conversando e chegando a denominadores comuns de interesses.

---

[257] Ver Comunicado Externo B3 n. 010/2017-DP, de 31/03/2017, em <http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D0975B1E4AC5015B25F8F1FB58C4>. Acesso em: 23 maio 2017. Para entendimento detalhado do processo de reconhecimento das câmaras de compensação e liquidação da B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão (antiga BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros) ver a sequência dos Ofícios Circulares e Comunicados Externos publicados por essa companhia que antecedem o Comunicado Externo B3 n. 010/2017-DP, quais sejam: Comunicado Externo n. 011/2014-DO, Ofício Circular n. 003/2014-DP, Comunicado Externo n. 022/2015-DP e Comunicado Externo n. 022/2016-DP, os quais estão disponíveis em, respectivamente: <http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D09752AE99370152B10CF9A03A2A>;
<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D09752AE99370152B10CFEF83B1D>;
<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D09752AE99370152B116DDDF17C7>;
<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D09758C22125015909557E287ED2>. Acesso em: 23 maio 2017.

No caso específico da obrigação de utilização de câmara de compensação e liquidação para compensação e liquidação de obrigações decorrentes de operações envolvendo derivativos do mercado de balcão, o Brasil, apesar de criticado no exterior, seguiu uma linha mais conservadora desde antes da crise financeira de 2008 e, assim, mitigou riscos e evitou efeitos mais sérios em seus mercados. Passemos a avaliar a jurisdição europeia com relação a essa obrigação de utilização de uma câmara de compensação e liquidação que atua como contraparte central.

4 CARACTERÍSTICAS DO MERCADO FINANCEIRO REGIONAL DA UNIÃO EUROPEIA: ANÁLISE ESPECÍFICA DA OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO QUE ATUE COMO CONTRAPARTE CENTRAL PARA O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO

A legislação regional da União Europeia voltada para o mercado financeiro passou por uma reformulação recente, abrangendo uma reestruturação também organizacional de seu sistema de supervisão. Nesta tese, o objeto de estudo são apenas as novas regras criadas relacionadas às infraestruturas de mercado financeiro, as quais se aplicam às câmaras de compensação e liquidação e estão especificamente voltadas para o mercado de contratos derivativos. Outras legislações esparsas e locais dos Estados Membros da União Europeia são secundárias para o foco de análise que se propõe a medida que devem, como será avaliado, refletir a regra principal emitida pelo Parlamento Europeu, a qual traz a obrigação de utilização de contraparte central para compensação e liquidação de obrigações decorrentes de operações financeiras envolvendo contratos derivativos.

Assim, passemos a avaliar a *Regulation (EU) No 648/2012 (European Market Infrastructure Regulation – EMIR).*

4.1 REGULATION (EU) NO 648/2012 (EUROPEAN MARKET INFRASTRUCTURE REGULATION – EMIR)

A Regulation (EU) No 648/2012 (European Market Infrastructure Regulation – EMIR) foi emitida pelo Parlamento Europeu em 4 de julho de 2012 e dispõe sobre os

derivativos de over-the-counter (OTC)258, contrapartes centrais259 e repositório de transações260.

Sua criação teve como base, sobretudo, o relatório elaborado a pedido da Comissão Europeia por um grupo de estudiosos coordenado por Jacques de Laroière, o qual, por sua vez, foi publicado em 25 de fevereiro de 2009 e apresetou como conclusão o fato de que o quadro de supervisão do setor financeiro europeu precisava ser reforçado para reduzir futuras crises financeiras e recomendou reformas de grande envergadura na estrutura de supervisão desse setor, incluindo a criação de um sistema europeu de supervisores financeiros composto por autoridades europeias de supervisão dedicadas especificamente à supervisão de determinados setores delimitados, quais sejam: bancário; seguros e fundos de pensão; e mercado de ativos financeiros e valores mobiliário (original em inglês banking, the insurance and occupational pensions and the securities and markets sectors), assim como a criação de um Conselho Europeu de Risco Sistêmico.

Ademais, o EMIR está relacionado a três comunicados divulgados ao mercado pela Comissão Europeia em: 4 de março de 2009, referenciado como "Condução da Recuperação Europeia" (original em inglês *Driving European Recovery*), o qual propôs o reforço do

---

258 Nos termos do artigo 2(17) do EMIR, segue significado de derivativos OTC: "*(7) 'OTC derivative' or 'OTC derivative contract' means a derivative contract the execution of which does not take place on a regulated market as within the meaning of Article 4(1)(14) of Directive 2004/39/EC or on a third- country market considered as equivalent to a regulated market in accordance with Article 19(6) of Directive 2004/39/EC;*". O conceito de "mercado regulado" constante do artigo 4(1)(14) da *Directive 2004/39/EC* é: "*14) 'Regulated market' means a multilateral system operated and/or managed by a market operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests in financial instruments – in the system and in accordance with its nondiscretionary rules – in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorized and functions regularly and in accordance with the provisions of Title III;*".

259 Nos termos do artigo 2(1) do EMIR, o conceito de contraparte central é: "(1) *'CCP' means a legal person that interposes itself between the counterparties to the contracts traded on one or more financial markets, becoming the buyer to every seller and the seller to every buyer;*" e o constante do artigo 19(6) de referida Diretiva é: "*6. Member States shall allow investment firms when providing investment services that only consist of execution and/or the reception and transmission of client orders with or without ancillary services to provide those investment services to their clients without the need to obtain the information or make the determination provided for in paragraph 5 where all the following conditions are met:— the above services relate to shares admitted to trading on a regulated market or in an equivalent third country market, money market instruments, bonds or other forms of securitised debt (excluding those bonds or securitised debt that embed a derivative), UCITS and other non-complex financial instruments. A third country market shall be considered as equivalent to a regulated market if it complies with equivalent requirements to those established under Title III. The Commission shall publish a list of those markets that are to be considered as equivalent. This list shall be updated periodically, — the service is provided at the initiative of the client or potential client, — the client or potential client has been clearly informed that in the provision of this service the investment firm is not required to assess the suitability of the instrument or service provided or offered and that therefore he does not benefit from the corresponding protection of the relevant conduct of business rules; this warning may be provided in a standardised format, — the investment firm complies with its obligations under Article 18.*".

260 O EMIR, em seu artigo 2(2) traz o conceito de repositório de transações como sendo "*(2) 'trade repository' means a legal person that centrally collects and maintains the records of derivatives;*".

quadro regulamentar da União Europeia para os serviços financeiros; 3 de Julho de 2009, referenciado como "Garantir mercados financeiros derivados eficientes, seguros e sólidos" (original em inglês *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*), no qual a Comissão avaliou o papel dos derivados na crise financeira; 20 de Outubro de 2009, referenciado como "Garantir mercados financeiros derivados eficientes, seguros e sólidos: Futuras ações políticas" (original em inglês *Ensuring efficient, safe and sound derivative markets: Future policy actions*), no qual a Comissão delineou as ações que pretendia empreender para reduzir os riscos associados aos derivados.

Nesse contexto, em 23 de Setembro de 2009, a Comissão Europeia seguiu as recomendações de três *Regulations* do Parlamento Europeu e, assim, criou o Sistema Europeu de Supervisão Financeira (original em inglês *European System of Financial Supervision*), incluindo a criação de três Autoridades Europeias de Supervisão (original em inglês *European Supervisory Authorities* - ESA), a fim de contribuir para uma aplicação coerente da legislação da União Europeia e ao estabelecimento, conforme consta do EMIR, de padrões e práticas regulatórias e de supervisão comuns e de alta qualidade[261]. As Autoridades Europeias de Supervisão (ESA) criadas a partir de 2009 são: Autoridade Europeia de Supervisão Bancária (original em inglês *European Banking Authority* - EBA), constituída a partir da *Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council*; Autoridade Europeia de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensão (original em inglês *European Insurance and Occupational Pensions Authority* - EIOPA), constituída pela *Regulation (EU) No 1094/2010 of the European Parliament and of the Council*; e Autoridade de Supervisão de Mercados e Ativos Financeiros e Valores Mobiliários (original em inglês *European Securities and Markets Authority* – ESMA), estabelecida pela *Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council*. Essas autoridades de supervisão europeia têm o papel crucial de assegurar a estabilidade do setor financeiro europeu.

O EMIR, conforme indicado acima, está voltado para os *OTC derivatives* ou *over-the-counter derivatives*, que são os derivativos negociados privadamente e, por essa razão, carecem de transparência, sendo as informações a eles relacionadas acabam ficando apenas entre as partes contratantes. De acordo com a exposição de motivos do EMIR, esses contratos derivativos desenvolveram, durante a sua história, uma rede complexa de interdependências que pode tornar difícil a identificado de sua natureza e o nível de riscos envolvidos, estando

[261] Redação original em inglês da parte final do considerando de número 3 do EMIR: "*to the establishment of highquality common regulatory and supervisory standards and practices*".

a crise financeira de 2008 como prova de evidência que essas características aumentaram imensuravelmente o estresse do mercado e, dessa forma, criou riscos para a estabilidade financeira[262].

Conforme exposto acima, na reunião de 26 de setembro de 2009 realizada em Petersburgo, os líderes do G20 concordaram que todos os contratos derivativos OTC deveriam ser compensados e liquidados por meio de contraparte central até ao final de 2012 e que esses contratos derivativos OTC devem ser comunicados a um repositório de transações. Nesses termos, consta a redação do considerando de número 5 do EMIR[263].

A partir do considerando 6 do EMIR[264], fica clara a extraterritorialidade da regulação europeia que, a qual afeta e influencia legislações de países que não estão localizados na União Europeia. Isso ocorre pelo fato de o mercado financeiro não estar mais restrito às fronteiras estatais ou regionais e, assim, a Comissão Europeia acaba por se tornar também um regulador de entidades localizadas fora de seu território, a medida que monitora e supervisiona a atividade de, por exemplo, câmaras de compensação e liquidação que atuam como contrapartes centrais para a extinção de obrigações de operações financeiras realizadas por instituições financeiras localizadas na Europa. Nos termos do EMIR, a Comissão Europeia tem como dever acompanhar e se esforçar para que os compromissos assumidos no âmbito do G20 sejam executados de forma semelhante pelos parceiros internacionais

---

[262] Redação original em inglês do *considerando* de número 4 do EMIR: "*Over-the-counter derivatives ('OTC derivative contracts') lack transparency as they are privately negotiated contracts and any information concerning them is usually only available to the contracting parties. They create a complex web of interdependence which can make it difficult to identify the nature and level of risks involved. The financial crisis has demonstrated that such characteristics increase uncertainty in times of market stress and, accordingly, pose risks to financial stability. This Regulation lays down conditions for mitigating those risks and improving the transparency of derivative contracts.*".

[263] Redação original em inglês do considerando de número 5 do EMIR: "*At the 26 September 2009 summit in Pittsburgh, G20 leaders agreed that all standardised OTC derivative contracts should be cleared through a central counterparty (CCP) by the end of 2012 and that OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. In June 2010, G20 leaders in Toronto reaffirmed their commitment and also committed to accelerate the implementation of strong measures to improve transparency and regulatory oversight of OTC derivative contracts in an internationally consistent and nondiscriminatory way*".

[264] Redação original em inglês do considerando de número 6 do EMIR: "*The Commission will monitor and endeavour to ensure that those commitments are implemented in a similar way by the Union's international partners. The Commission should cooperate with third-country authorities in order to explore mutually supportive solutions to ensure consistency between this Regulation and the requirements established by third countries and thus avoid any possible overlapping in this respect. With the assistance of ESMA, the Commission should monitor and prepare reports to the European Parliament and the Council on the international application of principles laid down in this Regulation. In order to avoid potential duplicate or conflicting requirements, the Commission might adopt decisions on equivalence of the legal, supervisory and enforcement framework in third countries, if a number of conditions are met. The assessment which forms the basis of such decisions should not prejudice the right of a CCP established in a third country and recognised by ESMA to provide clearing services to clearing members or trading venues established in the Union, as the recognition decision should be independent of this assessment. Similarly, neither an equivalence decision nor the assessment should prejudice the right of a trade repository established in a third country and recognised by ESMA to provide services to entities established in the Union.*".

estabelecidos na União Europeia, bem como cooperar com as autoridades de países terceiros à União Europeia a fim de explorar soluções que se apoiem mutuamente no esforço de assegurar a coerência entre o EMIR e o arcabouço regulatório desses países terceiros e, consequentemente, evitar qualquer possível sobreposição a este respeito. A assistência da ESMA está prevista no EMIR nesse sentido, a qual auxilia a Comissão Europeia no acompanhamento e na elaboração de relatórios que ao encaminhados ao Parlamento Europeu e ao Conselho Europeu sobre a aplicação internacional dos princípios estabelecidos no EMIR. Nesse sentido, a fim de evitar potenciais requisitos duplicados ou conflitantes, a Comissão Europeia pode adotar decisões sobre a equivalência da estrutura jurídica, de supervisão e aplicação legal dos países terceiros à União Europeia, condicionadas a uma série de exigências estabelecidas no EMIR e na regulamentação que o complementa[265].

Importante mencionar que a estrutura de supervisão europeia, após a reforma de 2009, trouxe uma tarefa básica a ser desempenhada pelo Sistema Europeu de Bancos Centrais (original em inglês *European System of Central Banks* - ESCB), qual seja promover o bom funcionamento dos sistemas de pagamento. Nesse contexto, os membros do ESCB executam a supervisão assegurando uma compensação e liquidação e um sistema de pagamentos bastante sólido e eficiente, incluindo a atuação das contrapartes centrais (CCPs). Os bancos centrais europeus são estritamente associados à autorização e monitoramento das CCPs, bem como ao reconhecimento de CCPs localizadas em países que não são membros da União Europeia e à aprovação de acordos de interoperabilidade. Tanto a ESMA como o Banco Central Europeu e os bancos centrais nacionais dos países membros da União Europeia possuem uma relação muito próxima para que não haja sobreposição da supervisão de cada órgão tampouco conflito entre regulação emanada por esses órgãos.

---

[265] A respeito dos relatórios e das decisões de equivalência já emitidos no âmbito da União Europeia em relação aos países terceiros onde estão localizadas as câmaras de compensação e liquidação que prestam serviços para instituições financeiras localizadas na União Europeia, ver conteúdo disponível no site da ESMA em <https://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading/central-counterparties-ccps>. Acesso em: 25 maio 2017. É possível verificar que a ESMA se pronunciou em relação à equivalência dos seguintes países (i.e. emitiu um *ESMA Technical Advice on Thrid Country Regimes*): Austrália, Canadá, Hong Kong, Japão, Índia, Cingapura, Coréia do Sul, Coréia do Norte, Suíça e Estados Unidos das América. Nota-se, porém, que devido a procedimentos específicos, não foi mandatória a realização de referidos relatórios pela ESMA para que houvesse a publicação da decisão de equivalência da Comissão Europeia, cujas decisões foram tomadas em relação aos seguintes países: Austrália, Brasil, Canadá, Hong Kong, Índia, Japão, México, Nova Zelândia, Coréia do Norte, Cingapura, África do Sul, Suíça, Emirados Árabes Unidos e Estados Unidos da América. Foram realizados acordos de cooperação (original em inglês *Memorandum of Understandings* - *MoU*) com todas as autoridades regulatórias competentes dos países em relação aos quais as decisões de equivalências foram emitidas e esses podem ser encontrados na íntegra no referido site da ESMA. Os artigos do EMIR que fundamentam referido processo são: 25(6), 13(2) e 75(1).

4.2 DESCRIÇÃO DOS DERIVATIVOS ABRANGIDOS PELO EMIR

Os derivativos financeiros estão descritos em diversas regulamentações específicas no âmbito da União Europeia na medida em que, embora haja um padrão macro estabelecido em uma norma, se determinadas condições se aplicarem, um derivativo acaba sendo considerado para fins de certas regulamentações. Assim, a *Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004*[266] traz um padrão macro conceitual dos contratos derivativos estabelecidos em seu Anexo I, Seção C, incisos 4 a 10, conforme segue traduzido para o português abaixo[267]:

> (4) opções, futuros, swaps, acordos de taxas de termos e quaisquer outros contratos derivativos relacionados a ativos, moedas, taxas de juros ou rendimentos, ou outro instrumentos derivativos, índices financeiros ou medidas financeiras que pode ser liquidados fisicamente ou financeiramente; (5) opções, futuros, swaps, acordos de taxas de termos e quaisquer outros contratos derivativos relacionados a mercadorias que deve ser liquidados financeiramente ou pode ser liquidados financeiramente na opção de uma das partes (diferentemente pela razão de uma inadimplência ou um evento de liquidação); (6) opções, futuros, swaps, e qualquer outro contrato derivativo relacionado a mercadorias que possa ser liquidado fisicamente considerando que esse contrato seja negociado em um mercado regulamentado e/ou em uma entidade provedora de plataforma de negociação multilateral (MTF); (7) opções, futuros, swaps, termos e quaisquer outros contratos derivativos relacionados a mercadorias que possam ser liquidados fisicamente que não especificados nos termos do item "6" anterior e não sejam para fins comerciais, que tenham as características de outros instrumentos financeiros derivativos, tendo relação com o fato de serem compensados e liquidados por meio de uma câmara de compensação e liquidação reconhecida ou estejam sujeitos a uma exigência d margem regular; (8) instrumentos derivativos para a transferência de risco de crédito; (9) contratos financeiros liquidados pela diferença; (10) opções, futuros, swaps, acordos de taxas de termos e quaisquer outros contratos derivativos relacionados a variações climáticas, taxas de frete, taxas de licença de emissão ou taxas de inflação ou outras estatísticas econômicas oficiais que devem ser liquidados financeiramente ou podem ser liquidados financeiramente na opção de uma das partes (diferentemente pela razão de uma inadimplência ou outro evento de liquidação), bem como quaisquer outros contratos derivativos relacionados a ativos, direitos, obrigações, índices e medidas que não estejam mencionadas nessa seção, que tenham as características de outros instrumentos financeiros, tendo relacionamento com o fato de serem negociados em um mercado regulamentado ou em um entidade provedora de plataforma de negociação multilateral (MTF), sejam compensados e liquidados por meio de uma

[266] Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=EN>. Acesso em: 25 maio 2017.

[267] A tradução livre realizada não tem a intenção de igualar os conceitos desses produtos com os conceitos de outras jurisdições, como, por exemplo, do Brasil, pois, para cada mercado financeiro, embora a nomenclatura utilizada possa encontrar semelhanças ao traduzi-las, as operações utilizadas tendem a variar dependendo da jurisdição em que são utilizadas. Por essa razão, essa tradução deve ser considerada para uma análise geral dos contratos derivativos e não para cada um dos tipos de contratos derivativos, que precisam analisados caso a caso para identificá-los como sujeitos à obrigação de serem compensados e liquidados por uma câmara de compensação e liquidação que atue como contraparte central garantidora. Essa análise produto a produto não está no escopo dessa tese por extrapolarem os limites do escopo de análise pretendido.

> câmara de compensação e liquidação reconhecida ou estejam sujeitos a existências de margem regulares.[268]

Porém, carece de padronização em relação à regulamentação europeia como um todo, o que se tornou preocupante e as autoridades europeias atuaram, a partir da reforma de 2009, com o intuito de alcançar um maior senso comum de entendimento e aplicação das regras relativas aos contratos derivativos, com a finalidade de alcançar a redução de riscos sistêmicos a partir de delimitação de quais contratos derivativos devem se sujeitar a referida obrigação de compensação e liquidação por meio de contraparte central.

Na Europa, os produtos financeiros foram estudos um a um para se alcar uma análise não generalizada, como ocorreu no Brasil, mas relativizada por produto. Essa análise compreende o escopo das discussões voltadas para a reforma da *Markets in Financial Instruments Directive (2004/39/EC)* ou, simplesmente, MiFID com o objetivo de criar uma nova diretiva, qual seja a MiFID 2 ou MiFIR[269], a qual entrará em vigor em início de 2018.

4.3 OBRIGAÇÃO PREVISTA NO EMIR DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE DERIVATIVOS DE FORMA CENTRALIZADA, SUA DELIMITAÇÃO E O CONTEXTO DE SUA CRIAÇÃO

Foram considerados na criação de uma obrigação de utilização de CCPs para compensação e liquidação de contratos derivativos no EMIR também questões econômicas e concorrências, uma vez que se preocupou em estabelecer regras padronizadas dessa

---

[268] Tradução livre do original em inglês: "*(4) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to securities, currencies, interest rates or yields, or other derivatives instruments, financial indices or financial measures which may be settled physically or in cash; (5) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to commodities that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event); (6) Options, futures, swaps, and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled provided that they are traded on a regulated market and/or an MTF; (7) Options, futures, swaps, forwards and any other derivative contracts relating to commodities, that can be physically settled not otherwise mentioned in C.6 and not being for commercial purposes, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls; (8) Derivative instruments for the transfer of credit risk; (9) Financial contracts for differences; (10) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to climatic variables, freight rates, emission allowances or inflation rates or other official economic statistics that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event), as well as any other derivative contracts relating to assets, rights, obligations, indices and measures not otherwise mentioned in this Section, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls*".

[269] Ver <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>. Acesso em: 29 nov. 2017.

obrigação no âmbito de regulação emitida pelo Parlamento Europeu e o Conselho para evitar conflitos e divergências no âmbito nacional dos Estados Membros. Procurou, com essa medida, ir além de uma mera recomendação e exigir essa obrigação por meio de uma regra comunitária cogente, para que fosse possível alcançar um alto nível de proteção do investidor e a construção de um nível mínimo para que os participantes do mercado pudessem atuar. Esse último tem o propósito de assegurar que a compensação e liquidação de obrigações de contratos derivativos por meio de uma CCP reduza risco sistêmico.

O EMIR estabeleceu, em complemento à Diretiva 2004/39/EC, quais são os requisitos a serem considerados para considerar um contrato derivativo objeto de mandatória compensação e liquidação por meio de contraparte central. De acordo com o EMIR, considerando 21[270], para determinar se uma classe de contrato derivado OTC esteja sujeita à obrigação de compensação e liquidação por meio de uma CCP, deve-se almejar uma redução do risco sistêmico, o que inclui considerar fatores de avaliação tais como o nível de padronização contratual e operacional desses contratos, o seu volume e a sua liquidez, bem como a disponibilidade de preços justos, passíveis de liquidação e geralmente aceitos no mercado. Não podendo ser olvidada a necessidade de ambas as partes dos contratos se obrigarem ou consentirem referida obrigação, sem exceção.

O artigo 4º do EMIR traz a disposição referente à obrigação de compensar e liquidar as obrigações decorrentes de contratos derivativos OTC por meio de uma câmara de compensação e liquidação que atue como uma contraparte central (i.e. do original em inglês *clearing obligation*). Nos termos da redação original do item 1 desse artigo – "*counterparties shall clear all OTC derivative contracts pertaining to a class of OTC derivatives that has been declared subject to the clearing obligation in accordance with Article 5(2), if those contracts fulfil both of the following conditions:*" – apenas os contratos derivativos que apresentarem determinadas características devem ser compensados e liquidados por meio de contraparte central. Essas características tem o intuito de padronizar os contratos derivativos que devem seguir essa obrigação, conforme segue abaixo.

[270] Redação original em inglês do considerando de número 21 do EMIR: "*In determining whether a class of OTC derivative contract is to be subject to clearing requirements, ESMA should aim for a reduction in systemic risk. This includes taking into account in the assessment factors such as the level of contractual and operational standardization of contracts, the volume and the liquidity of the relevant class of OTC derivative contract as well as the availability of fair, reliable and generally accepted pricing information in the relevant class of OTC derivative contract*.".

O primeiro elemento que descreve esses derivativos está relacionado às contrapartes envolvidas na constituição do contrato derivativo, ou seja, ao menos uma das hipóteses a seguir deve ser observada[271]:

(i) entre duas contrapartes financeiras[272];

(ii) entre uma contraparte financeira e uma contraparte não financeira[273] que estejam de acordo com as condições mencionadas no artigo 10(1)(b) do EMIR[274];

(iii) entre duas contrapartes não financeiras que estejam de acordo com as condições mencionadas no artigo 10(1)(b) do EMIR;

(iv) entre uma instituição financeira ou uma instituição não financeira estando de acordo com as condições mencionadas no artigo 10(1)(b) do EMIR e uma entidade estabelecida em um país terceiro à União Europeia que esteja sujeita à uma obrigação de compensar e liquidar um contrato derivativo por meio de uma CCP se essa estivesse estabelecida na União Europeia; ou

(v) entre duas entidades estabelecidas em um ou mais países terceiros à União Europeia que estejam sujeitas à uma obrigação de compensar e liquidar um contrato derivativo por meio de uma CCP se essas estivessem estabelecidas na União Europeia, desde que o contrato tenha um efeito direto, substancial e

---

[271] Redação original em inglês da alínea "a" do item 1 do artigo 4 do EMIR: "*(a) they have been concluded in one of the following ways: (i) between two financial counterparties; (ii) between a financial counterparty and a non-financial counterparty that meets the conditions referred to in Article 10(1)(b); (iii) between two non-financial counterparties that meet the conditions referred to in Article 10(1)(b); (iv) between a financial counterparty or a non-financial counterparty meeting the conditions referred to in Article 10(1)(b) and an entity established in a third country that would be subject to the clearing obligation if it were established in the Union; or (v) between two entities established in one or more third countries that would be subject to the clearing obligation if they were established in the Union, provided that the contract has a direct, substantial and foreseeable effect within the Union or where such an obligation is necessary or appropriate to prevent the evasion of any provisions of this Regulation; and*".

[272] O conceito de contraparte financeira aparece no artigo 2(8) do EMIR: "*(8) 'financial counterparty' means an investment firm authorised in accordance with Directive 2004/39/EC, a credit institution authorised in accordance with Directive 2006/48/EC, an insurance undertaking authorised in accordance with Directive 73/239/EEC, an assurance undertaking authorised in accordance with Directive 2002/83/EC, a reinsurance undertaking authorised in accordance with Directive 2005/68/EC, a UCITS and, where relevant, its management company, authorised in accordance with Directive 2009/65/EC, an institution for occupational retirement provision within the meaning of Article 6(a) of Directive 2003/41/EC and an alternative investment fund managed by AIFMs authorised or registered in accordance with Directive 2011/61/EU;*".

[273] O conceito de contraparte não financeira estabelecido no artigo 2(9) do EMIR é residual, ou seja, uma instituição que não seja considerada entre as indicadas nas definições previstas nos itens 1 a 8 do artigo 2º do EMIR: "*(9) 'non-financial counterparty' means an undertaking established in the Union other than the entities referred to in points (1) and (8);*".

[274] Redação original em inglês do artigo 10(1)(b) do EMIR: "*1. Where a non-financial counterparty takes positions in OTC derivative contracts and those positions exceed the clearing threshold as specified under paragraph 3, that non- financial counterparty shall: (a) (...) (b) become subject to the clearing obligation for future contracts in accordance with Article 4 if the rolling average position over 30 working days exceeds the threshold; and*".

previsível em relação à União Europeia ou onde uma obrigação é necessária ou apropriada para evitar a evasão de qualquer regra do EMIR.

O segundo elemento que descreve esses derivativos tem caráter temporal, ou seja, está relacionado ao momento em que houve a sua celebração ou novação das obrigações a eles correspondentes. Dessa forma, além da necessidade de ter que apresentar uma das cinco alternativas indicadas acima em relação às suas contrapartes, esses derivativos devem ter sido celebrados ou suas obrigações novadas em uma das hipóteses indicadas as seguir:

(i) na data ou após a data em que a obrigação de compensar e liquidar por meio de contraparte central tenha entrado em vigor;

(ii) na data ou após a notificação mencionada no artigo 5(1)[275], mas antes da data em que a obrigação de compensar e liquidar por meio de contraparte central tenha entrado em vigor se os contratos têm uma vigência remanescente maior que o mínimo de vigência remanescente determinada pela Comissão Europeia de acordo com o artigo 5(2)(c)[276].

Complementa o EMIR, em seu artigo 4(2), que, em prejuízo das técnicas de mitigação de riscos previstas no artigo 11[277], os contratos derivativos OTC que são

[275] Redação original em inglês do artigo 5(1) do EMIR: "*Article 5 - Clearing obligation procedure - 1. Where a competent authority authorises a CCP to clear a class of OTC derivatives under Article 14 or 15, it shall immediately notify ESMA of that authorisation. In order to ensure consistent application of this Article, ESMA shall develop draft regulatory technical standards specifying the details to be included in the notifications referred to in the first subparagraph. ESMA shall submit those draft regulatory technical standards to the Commission by 30 September 2012. Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the second subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.*".

[276] Redação original em inglês do artigo 5(2)(c): "*2. Within six months of receiving notification in accordance with paragraph 1 or accomplishing a procedure for recognition set out in Article 25, ESMA shall, after conducting a public consultation and after consulting the ESRB and, where appropriate, the competent authorities of third countries, develop and submit to the Commission for endorsement draft regulatory technical standards specifying the following: (a) the class of OTC derivatives that should be subject to the clearing obligation referred to in Article 4; (b) the date or dates from which the clearing obligation takes effect, including any phase in and the categories of counterparties to which the obligation applies; and (c) the minimum remaining maturity of the OTC derivative contracts referred to in Article 4(1)(b)(ii). Power is delegated to the Commission to adopt regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.*".

[277] O artigo 11 do EMIR traz exigências regulatórias para mitigação de riscos de contratos derivativos OTC que não tem a obrigação de serem compensados e liquidados por meio de contraparte central. Nesse sentido, segue a redação original em inglês do *caput* do item 1 do artigo 11: "*Article 11 - Risk-mitigation techniques for OTC derivative contracts not cleared by a CCP - 1. Financial counterparties and non-financial counterparties that enter into an OTC derivative contract not cleared by a CCP, shall ensure, exercising due diligence, that appropriate procedures and arrangements are in place to measure, monitor and mitigate operational risk and counterparty credit risk, including at least:*".

considerados operações intragrupo[278], na forma como descrito no artigo 3[279], devem não estar sujeitas à obrigação de serem compensadas e liquidadas por meio de contraparte central. Todavia, como exceção a essa regra negativa, aplica-se a regra de obrigação de compensar e liquidar contratos derivativos considerados operações intragrupo em duas hipóteses, quais sejam:

(i) quando as suas contrapartes forem estabelecidas na União Europeia e pertencerem a um mesmo grupo e tiverem notificado formalmente suas autoridades competentes que têm a intenção de fazer o uso dessa exceção para os contratos derivativos OTC celebrados entre elas. Essa notificação deve ser feita ao menos 30 dias corridos antes do uso dessa exceção. A autoridade competente, com 30 dias corridos contados do recebimento da referida notificação, pode refutar o uso de referida exceção se as operações entre as contrapartes não estiverem de acordo com as condições estabelecidas no artigo 30, sem prejuízo de a autoridade competente refutar referido uso depois do prazo de 30 dias corridos ter expirado quando as condições não mais se aplicam. Se houver um desentendimento entre as autoridades competentes, a ESMA pode assistir essas autoridades competentes em alcançar um acordo nos termos dos poderes que lhe são conferidos o artigo 19 da *Regulation (EU) n. 1.095/2010*;

(ii) se o contrato derivativo OTC for realizado entre duas contrapartes pertencentes a um mesmo grupo que estiver estabelecido em um país membro da União Europeia e em um país terceiro, onde a contraparte estabelecida na União Europeia tiver sido autorizada a aplicar a exceção por sua autoridade competente em 30 dias corridos depois de ter sido notificada pela contraparte estabelecida

[278] O considerando de número 38 do EMIR traz o conceito de *intragroup transaction* conforme segue de sua versão em inglês: "*(38) An intragroup transaction is a transaction between two undertakings which are included in the same consolidation on a full basis and are subject to appropriate centralised risk evaluation, measurement and control procedures. They are part of the same institutional protection scheme as referred to in Article 80(8) of Directive 2006/48/EC or, in the case of credit institutions affiliated to the same central body, as referred to in Article 3(1) of that Directive, both are credit institutions or one is a credit institution and the other is a central body. OTC derivative contracts may be recognised within non-financial or financial groups, as well as within groups composed of both financial and non-financial undertakings, and if such a contract is considered an intragroup transaction in respect of one counterparty, then it should also be considered an intragroup transaction in respect of the other counterparty to that contract.*".

[279] O artigo 3 do EMIR traz as hipóteses em que são consideradas operações realizadas em um mesmo grupo. Nesse sentido, segue redação original em inglês do *caput* artigo 3(1): "*Article 3 - Intragroup transactions - 1. In relation to a non-financial counterparty, an intragroup transaction is an OTC derivative contract entered into with another counterparty which is part of the same group provided that both counterparties are included in the same consolidation on a full basis and they are subject to an appropriate centralised risk evaluation, measurement and control procedures and that counterparty is established in the Union or, if it is established in a third country, the Commission has adopted an implementing act under Article 13(2) in respect of that third country.*".

> na União Europeia, considerando que as condições previstas no artigo 3 estejam sendo cumpridas. A autoridade competente deve notificar a ESMA dessa decisão.

O item 3 do artigo 4º do EMIR[280] deixa expresso que os contratos derivativos que estiverem sujeitos a uma obrigação de compensar e liquidar por meio de contraparte central nos termos do item 1 desse artigo devem ser compensados e liquidados em uma contraparte central (CCP) autorizada sob os termos do artigo 14 ou reconhecida sob os termos do artigo 25 a compensar e liquidar aquelas classes de derivativos OTC e listada no registro do que trata o artigo 6(2)(b). Importante mencionar o constante da parte final desse mesmo item 3 do artigo 4º do EMIR, o qual exige que, para o propósito de realizar a referida compensação e liquidação por meio de contraparte central autorizada ou reconhecida nos termos do EMIR, a contraparte do contrato derivativo deve se tornar membro de compensação (i.e. do original em inglês *clearing member*), ou cliente, ou deve estabelecer acordos indiretos com um membro de compensação, considerando que esses acordos não devem aumentar o risco de contraparte e assegurar que os ativos e as posições de uma contraparte estejam protegidas com o equivalente efeito que os referidos nos artigos 39 e 48 do EMIR.

O EMIR elucida que nem todos os participantes do mercado que estão sujeitos à obrigação de liquidar seus contratos derivativos por meio de uma CCP são capazes de se tornar um intermediário participante cadastrado de uma CCP (i.e. membro de compensação, que deriva do original em inglês *clearing member*), razão pela qual eles devem ter a possibilidade de acessar uma CCP na qualidade de clientes ou clientes indiretos de um *clearing member*, desde que sujeitos a determinadas condições (considerando 33).

Para evitar que haja restrição de mercado por parte de uma CCP, ou seja, para que uma CCP não impeça que determinado participante do mercado liquide seus contratos derivativos em seu ambiente apenas pelo fato de que são concorrentes, o EMIR estabelece que essa CCP apenas aceitaria prestar serviços de CCP caso esse participante tenha cumprido requisitos mínimos operacionais e de administração de riscos. A intenção é evitar falhas de mercado acarretados por discriminação autorregulatória da CCP[281], exigindo que as regras

---

[280] Redação original em inglês da parte inicial do artigo 4(3) do EMIR: "*3. The OTC derivative contracts that are subject to the clearing obligation pursuant to paragraph 1 shall be cleared in a CCP authorised under Article 14 or recognised under Article 25 to clear that class of OTC derivatives and listed in the register in accordance with Article 6(2)(b).*".

[281] Redação original em inglês do considerando de número 34 do EMIR: "*The introduction of a clearing obligation along with a process to establish which CCPs can be used for the purpose of this obligation may lead to unintended competitive distortions of the OTC derivatives market. For example, a CCP could refuse to clear transactions executed on certain trading venues because the CCP is owned by a competing trading venue. In order to avoid such discriminatory practices, CCPs should agree to clear transactions executed*

de acesso a uma CCP sejam justas e promissoras de um acesso pleno (i.e. original em inglês *open market*)[282].

Os parâmetros a serem considerados pelas autoridades europeias para estabelecimento de quais contratos derivativos, ao longo do tempo, devem ser considerados como objeto de obrigação de sua compensação e liquidação, por meio de uma CCP, são obtidos através de informações relativas a todos os contratos derivativos registados em um repositório de informações reportadas pelas contrapartes desses contratos. Logo, a interconectividade do EMIR com os contratos derivativos, uma contraparte central e o repositório de transações se mostra relevante e, nesse momento, é essencial para a análise do tema em questão.

4.4 RECONHECIMENTO PELAS AUTORIDADES EUROPEIAS DE CONTRAPARTE CENTRAL ESTABELECIDA FORA DA UNIÃO EUROPEIA PARA PRESTAR SERVIÇOS DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE DERIVATIVOS

A Europa trouxe, no EMIR, tanto as disposições relativas aos derivativos aos quais se aplicariam a obrigação de utilização de contraparte central para sua compensação e liquidação como também aquelas relacionadas às entidades prestadoras desses serviços. Pode parecer um desvio de foco da análise a menção às disposições do EMIR que encarregam de criar exigências mínimas para que uma entidade possa ser prestadora de serviços e atuar na União Europeia para compensar e liquidar derivativos, porém, como se verificou acima, a reação das autoridades no contexto regulatório internacional ocorreu no âmbito desses pretadores de serviços. Em outras palavras, houve a recomendação do G20 e, como se verifica, uma corrida das autoridades nacionais e regionais para que houvesse a utilização de contraparte central para compensação e liquidação dos derivativos, mas que

in different trading venues, to the extent that those trading venues comply with the operational and technical requirements established by the CCP, without reference to the contractual documents on the basis of which the parties concluded the relevant OTC derivative transaction, provided that those documents are consistent with market standards. Trading venues should provide the CCPs with trade feeds on a transparent and non-discriminatory basis. The right of access of a CCP to a trading venue should allow for arrangements whereby multiple CCPs use trade feeds of the same trading venue. However, this should not lead to interoperability for derivatives clearing or create liquidity fragmentation.".

[282] Redação original do inglês do considerando de número 35 do EMIR: "*This Regulation should not block fair and open access between trading venues and CCPs in the internal market, subject to the conditions laid down in this Regulation and in the regulatory technical standards developed by ESMA and adopted by the Commission. The Commission should continue to monitor closely the evolution of the OTC derivatives market and should, where necessary, intervene in order to prevent competitive distortions from occurring in the internal market with the aim of ensuring a level playing field in the financial markets.*".

não fosse qualquer entidade que prestasse esses serviços. Assim, o foco de análise no contexto international foi identificar os derivativos e direcionar a sua compensação e liquidação para às câmaras de compensação e liquidação. Dessa forma, a maioria das jurisdições que não possuíam essas previsões em suas legislações passou a se preocupar em adotá-las e uma das pioneiras nesse sentido foi a criação da legislação europeia elaborada para abranger não apenas os derivativos, mas também os prestados de serviços da compensação e liquidação desses derivativos de forma centralizada, razão pela qual se expõe, a seguir, as previsões do EMIR que foram criadas com esse propósito.

A prestação de serviços de compensação e liquidação de derivativos de forma centralizada por contraparte central, nos termos do EMIR, deve ser reconhecida, no caso de prestadores de serviços localizados fora da União Europeia, ou autorizada, no caso de prestadores já estabelecidos na União Europeia.

Para uma contraparte central ser reconhecida pela ESMA e, assim, permitir que os contratos derivativos OTC possam ser compensados e liquidados em seus ambientes para fins de cumprimento da obrigação regulatória de compensação e liquidação por meio de contraparte central, essa CCP deve seguir os termos do artigo 25 e seguintes do EMIR, quando estiver localizada fora dos territórios da União Europeia, ou ser autorizada nos termos do artigo 14 e seguintes do EMIR, se estabelecida na União Europeia.

Os requisitos a serem cumpridos para o reconhecimento de uma contraparte central estabelecida em país terceiro, por exemplo, no Brasil, estão previstos, além daqueles estabelecidos no artigo 25 e seguintes do EMIR, no *Commission Delegated Regulation (EU) No 153/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on requirements for central counterparties*[283]. A *Commission Delegated Regulation (EU) No 153/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on requirements for central counterparties*[284] traz detalhados os requisitos previstos em cada um dos artigos 25 e seguintes do EMIR.

A autorização de uma CCP deve ser condicionada a um requerimento mínimo de capital inicial, uma vez que esse capital, incluindo os lucros acumulados e as reservas de

[283] Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1422267274263&uri=CELEX:32013R0153>. Acesso em: 29 maio 2017.
[284] Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1422267274263&uri=CELEX:32013R0153>. Acesso em: 29 maio 2017.

uma CCP, deve ser proporcional ao risco decorrente das atividades da CCP em todos os momentos, a fim de assegurar que seja adequadamente capitalizado contra riscos de crédito, de contraparte, de mercado, operacionais, legais e comerciais que não estejam já cobertos por recursos financeiros específicos e que estejam em condições de proceder a uma liquidação ou reestruturação ordenada das suas operações, se necessário (considerando 48 do EMIR).

A obrigação de utilização de uma CCP para compensar e liquidar os contratos derivativos OTC faz com que haja um aumento significativo da segurança e da solidez das atividades de uma CCP, cujo cumprimento deve ser seguido por essa entidade, atendendo os rigorosos requisitos organizacionais, de conduta comercial e prudenciais, estabelecidos pelas autoridades competentes e previstos no EMIR.

O EMIR traz uma preocupação relevante no sentido de verificar o cumprimento dos requisitos exigidos para o funcionamento de uma CCP, o qual será realizado a partir das informações emitidas para cada contrato derivativo OTC compensado e liquidado no âmbito dessas CCP.

Outra preocupação do EMIR está relacionada à ausência de conflitos entre normatização nacional, regional e internacional aplicadas a uma CCP. Por conseguinte, consta do considerando 50 do EMIR, que é necessário, a título de regulamentação e de harmonização, garantir que as contrapartes apenas utilizem CCP que satisfaçam os requisitos estabelecidos no EMIR. No artigo 13[285], constam os mecanismos a serem adotados para

[285] Redação original em inglês do artigo 13 do EMIR: "*Article 13 - Mechanism to avoid duplicative or conflicting rules - 1. The Commission shall be assisted by ESMA in monitoring and preparing reports to the European Parliament and to the Council on the international application of principles laid down in Articles 4, 9, 10 and 11, in particular with regard to potential duplicative or conflicting requirements on market participants, and recommend possible action. 2. The Commission may adopt implementing acts declaring that the legal, supervisory and enforcement arrangements of a third country: (a) are equivalent to the requirements laid down in this Regulation under Articles 4, 9, 10 and 11; (b) ensure protection of professional secrecy that is equivalent to that set out in this Regulation; and (c) are being effectively applied and enforced in an equitable and non-distortive manner so as to ensure effective supervision and enforcement in that third country. Those implementing acts shall be adopted in accordance with the examination procedure referred to in Article 86(2). 3. An implementing act on equivalence as referred to in paragraph 2 shall imply that counterparties entering into a transaction subject to this Regulation shall be deemed to have fulfilled the obligations contained in Articles 4, 9, 10 and 11 where at least one of the counterparties is established in that third country. 4. The Commission shall, in cooperation with ESMA, monitor the effective implementation by third countries, for which an implementing act on equivalence has been adopted, of the requirements equivalent to those laid down in Articles 4, 9, 10 and 11 and regularly report, at least on an annual basis, to the European Parliament and the Council. Where the report reveals an insufficient or inconsistent application of the equivalent requirements by third country authorities, the Commission shall, within 30 calendar days of the presentation of the report, withdraw the recognition as equivalent of the third country legal framework in question. Where an implementing act on equivalence is withdrawn, counterparties shall automatically be subject again to all requirements laid down in this Regulation.*".

evitar duplicação de regras e exigências. Esses requisitos não devem impedir os Estados membros da União Europeia de adotar ou continuar a aplicar requisitos adicionais relativamente às CCP estabelecidas no seu território, incluindo certos requisitos de autorização previstos na *Directive 2006/48/EC*[286]. No entanto, a imposição de tais requisitos adicionais não deve influenciar o direito das contrapartes centrais autorizadas em outros Estados membros da União Europeia, nem reconhecer, nos termos do EMIR, a prestação de serviços de compensação e liquidação a membros de compensação e aos seus clientes estabelecidos no Estado membro da União Europeia que introduzem referidos requisitos adicionais, uma vez que tais CCP não estão sujeitas a esses requisitos adicionais e não necessitam cumpri-los.

Levando em consideração a natureza global dos mercados financeiros, o EMIR, em seu considerando 59, deixa claro essa preocupação e, nesse contexto, coloca a ESMA como a diretamente responsável pelo reconhecimento das CCP estabelecidas em países terceiros à União Europeia, permitindo-lhes assim prestar serviços de compensação e liquidação na União Europeia, desde que a Comissão Europeia tenha reconhecido o arcabouço jurídico e de supervisão desse país terceiro equivalente ao quadro da União Europeia e que outras condições estejam cumpridas, especialmente aqueles mencionadas no artigo 25 e seguintes do EMIR e na *Delegated Regulation (EU) n. 153/2013*. Assim, uma CCP estabelecida num país terceiro, que preste serviços de compensação e liquidação aos membros de compensação ou aos provedores de sistema de negociação estabelecidos na União Europeia, deve ser reconhecida pela ESMA. No entanto, a fim de não entravar o desenvolvimento das atividades de gestão de investimentos transfronteiriços (i.e. original em inglês *cross-border investment management business*) na União Europeia, as CCP de países terceiros que prestam serviços a clientes estabelecidos na União Europeia por meio um membro de compensação estabelecido num país terceiro não precisam ser reconhecidas pela ESMA. Neste contexto, os acordos com os principais parceiros internacionais da União Europeia serão particularmente importantes para garantir condições de concorrência equitativas a nível mundial e estabilidade financeira.

Ainda em relação à questão das operações *cross-border* e sua relação com as atividades de uma contraparte central, o EMIR traz em seus *considerandos* 72 e 73 disposições no sentido de que a Europa, desde 2006, com o *European Code of Conduct for Clearing and Settlement*, tenta estabelecer, de forma voluntária, ligações entre CCP, com o

[286] Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0048>. Acesso em: 29 maio 2017.

intuito de alcançar, sobretudo, maior transparência e segurança para essas atividades entre países no mercado financeiro. No entanto, o setor de pós-negociação continua a ser fragmentado em termos nacionais, tornando mais onerosas as trocas transfronteiriças e dificultando a harmonização. Por conseguinte, o EMIR traz exigências para o estabelecimento de acordos de interoperabilidade entre as CCP, na medida em que estas não exponham as CCP relevantes a riscos que não sejam devidamente geridos. Os acordos de interoperabilidade são importantes para uma maior integração do mercado de pós-negociação na União Europeia e deve ser previsto um regulamento para tanto. Contudo, uma vez que os acordos de interoperabilidade podem expor as CCP a riscos adicionais, as CCP deveriam ter sido autorizadas há, ao menos, três anos, antes de serem autorizadas nos termos do EMIR, pela autoridade competente, ao abrigo de um regime de autorização nacional pré-existente desses acordos de interoperabilidade. Além disso, tendo em conta as complexidades adicionais envolvidas num acordo de interoperabilidade entre CCPs que compensam e liquidam contratos de derivados OTC, o EMIR entendeu apropriado, nesta fase de sua implementação, restringir o âmbito dos acordos de interoperabilidade a valores mobiliários e instrumentos do mercado monetário.

Assim como a União Europeia, os Estados Unidos da América tiveram influência relevante para o contexto financeiro international, a medida que nele se concentra o maior número de operações realizadas do mercado de derivativos. Passemos a estudar essa jurisdição.

5 CARACTERÍSTICAS DO MERCADO FINANCEIRO DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA: ANÁLISE ESPECÍFICA DA OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO QUE ATUE COMO CONTRAPARTE CENTRAL PARA O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO

Nos EUA[287], a obrigação de utilização de uma câmara de compensação e liquidação para compensar e liquidar obrigações decorrentes de operações envolvendo derivativos, particularmente *swaps*, está primordialmente vinculada ao *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act – Dodd-Frank Act*[288], que alterou o *Commodity Exchange Act - CEA*[289] com o intuito de proibir a realização de *swap transactions*[290], salvo se essas forem submetidas a uma *Derivatives Clearing Organizaiton (DCO)*[291] – ou a uma *Clearing Agency*[292], nos casos de *security-based swaps* – para serem compensadas e liquidadas por meio de contraparte central ou, alternativamente, elas estivessem de acordo com os requisitos de exceção (i.e. original em inglês *exemption*).

A *Commodity Futures Trading Commission* - CFTC e a Securities and Exchange Commission - SEC ficaram responsáveis por uma extensa revisão de suas regras e, após, emitir regras especificas que complementassem o CEA (1936) e o SEA (1934), respectivamente, no sentido de rever o processo e as condições aplicáveis ao mercado de *swaps*, incluindo, assim, a obrigatoriedade de compensação e liquidação dos *swaps* por meio de contraparte central. De acordo com a *Section 712 – Review of Regulatory Authority* do *Title VII* do Dodd-Frank Act, a criação e imposição de regras relativas aos *swaps* compete à

---

[287] Para um entendimento histórico sobre o funcionamento do mercado de capitais nos EUA, ver BARROS, Benedito Ferri de (Org.). O mercado de capitais dos Estados Unidos: organizações e prática. 2. ed. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo; São Paulo: ACREFI, São Paulo, 1970. p. 342. A sua descrição atualizada se encontra no decorrer do texto, focado nas instituições, legislações e regulações alteradas para comportar a obrigação de uso de uma contraparte central no mercado de derivativos em um contexto de reformulação normativa interna e internacional.

[288] *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010). Disponível em: <http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/index.htm e https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>. Acesso em: 29 maio 2017.

[289] Disponível em: https://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/chapter-1>. Acesso em: 31 maio 2017.

[290] A definição de *swap transactions* está prevista no *U.S. Code*, Title 7, Chapter 1, Paragraph 1a(47), ou seja, o CEA, a qual será explorada a seguir.

[291] O conceito de *Derivatives Clearing Organization (DCO)* está previsto na *Section 1a(15)* do *Commodity Exchange Act*, conforme avaliado a seguir.

[292] O conceito de *Clearing Agency* está previsto na *Section 3* do Securities Exchange Act (SEA), ou seja, *Título 15* do *U.S. Code, Parágrafo 78c)*, o qual será avaliado a seguir.

CFTC e à SEC, levando em consideração a esfera de competência de cada uma dessas autoridades.

Nos termos da Section 712 do Dodd-Frank Act, a revisão regulatória norte-americana levou em consideração consultas feitas em conjunto pela CFTC e pela SEC, com o intuito de avaliar as regras que seriam objeto de alteração e as lacunas que deveriam ser preenchidas com novas regulamentações. Ambas as autoridades regulatórias americanas têm competencia para atuar em relação a swap, porém, cada uma em relação a determinados produtos. Enquanto a SEC tem competência para regular os "*security-based swaps*", bem como as atividades relacioandas a esses produtos, como "*security-based swap dealers; major security-based swap participants; security-based swap data repositories; associated persons of a security-based swap dealer or major security-based swap participant; eligible contract participants with respect to security-based swaps; swap execution facilities with respect to security-based swaps",* a CFTC tem a competencia para regular todos os outros swaps e as atividades com eles relacionadas, tais como "*swap dealers; major swap participants; swap data repositories; persons associated with a swap dealer or major swap participant; eligible contract participants with respect to swaps; swap execution facilities with respect to swaps".*

A SEC, portanto, tem autoridade residual sobre os *swaps*, uma vez que apenas tem competência exclusiva para regular os chamados *security-based swaps*[293]. Como uma regra geral, a CFTC regula todos os swaps, com exceção dos *security-based swap*, que fica sob o arcabouço regulatório exclusivo da SEC. Cabe mencionar que a CFTC e a SEC dividem autoridade em relação aos chamados *mixed swaps*, o qual é um *security-based swap* que também contém uma mercadoria (i.e. uma *commodity*) como elemento que o compõe.

5.1 CONCEITO DE *SWAP*

A definição de *swap transactions* está prevista no *U.S. Code*, Title 7, Chapter 1, Paragraph 1a(47), ou seja, o CEA, a qual será explorada a seguir. A definição de *swap* está descrita conforme segue, em seu original em inglês:

> *(47) Swap - (A) In general - Except as provided in subparagraph (B), the term "swap" means any agreement, contract, or transaction— (i) that is a put, call, cap, floor, collar, or similar option of any kind that is for the purchase or sale, or based on the value, of 1 or more interest or other rates, currencies, commodities, securities, instruments of indebtedness, indices, quantitative measures, or other*

[293] O conceito de *security-based swaps* está previsto na *Section 3* do *Securities Exchange Act (SEA), Título 15* do *U.S. Code, Parágrafo 78c)*, conforme explorado a seguir.

financial or economic interests or property of any kind; (ii) that provides for any purchase, sale, payment, or delivery (other than a dividend on an equity security) that is dependent on the occurrence, nonoccurrence, or the extent of the occurrence of an event or contingency associated with a potential financial, economic, or commercial consequence; (iii) that provides on an executory basis for the exchange, on a fixed or contingent basis, of 1 or more payments based on the value or level of 1 or more interest or other rates, currencies, commodities, securities, instruments of indebtedness, indices, quantitative measures, or other financial or economic interests or property of any kind, or any interest therein or based on the value thereof, and that transfers, as between the parties to the transaction, in whole or in part, the financial risk associated with a future change in any such value or level without also conveying a current or future direct or indirect ownership interest in an asset (including any enterprise or investment pool) or liability that incorporates the financial risk so transferred, including any agreement, contract, or transaction commonly known as— (I) an interest rate swap; (II) a rate floor; (III) a rate cap; (IV) a rate collar; (V) a cross-currency rate swap; (VI) a basis swap; (VII) a currency swap; (VIII) a foreign exchange swap; (IX) a total return swap; (X) an equity index swap; (XI) an equity swap; (XII) a debt index swap; (XIII) a debt swap; (XIV) a credit spread; (XV) a credit default swap; (XVI) a credit swap; (XVII) a weather swap; (XVIII) an energy swap; (XIX) a metal swap; (XX) an agricultural swap; (XXI) an emissions swap; and (XXII) a commodity swap; (iv) that is an agreement, contract, or transaction that is, or in the future becomes, commonly known to the trade as a swap; (v) including any security-based swap agreement which meets the definition of "swap agreement" as defined in section 206A of the Gramm-Leach-Bliley Act (15 U.S.C. 78c note) of which a material term is based on the price, yield, value, or volatility of any security or any group or index of securities, or any interest therein; or (vi) that is any combination or permutation of, or option on, any agreement, contract, or transaction described in any of clauses (i) through (v). (B) Exclusions - The term "swap" does not include— (i) any contract of sale of a commodity for future delivery (or option on such a contract), leverage contract authorized under section 23 of this title, security futures product, or agreement, contract, or transaction described in section 2(c)(2)(C)(i) of this title or section 2(c)(2)(D)(i) of this title; (ii) any sale of a nonfinancial commodity or security for deferred shipment or delivery, so long as the transaction is intended to be physically settled; (iii) any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities, including any interest therein or based on the value thereof, that is subject to— (I) the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77a et seq.); and (II) the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78a et seq.); (iv) any put, call, straddle, option, or privilege relating to a foreign currency entered into on a national securities exchange registered pursuant to section 6(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78f(a)); (v) any agreement, contract, or transaction providing for the purchase or sale of 1 or more securities on a fixed basis that is subject to— (I) the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77a et seq.); and (II) the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78a et seq.); (vi) any agreement, contract, or transaction providing for the purchase or sale of 1 or more securities on a contingent basis that is subject to the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77a et seq.) and the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78a et seq.), unless the agreement, contract, or transaction predicates the purchase or sale on the occurrence of a bona fide contingency that might reasonably be expected to affect or be affected by the creditworthiness of a party other than a party to the agreement, contract, or transaction; (vii) any note, bond, or evidence of indebtedness that is a security, as defined in section 2(a)(1) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77b(a)(1)); (viii) any agreement, contract, or transaction that is— (I) based on a security; and (II) entered into directly or through an underwriter (as defined in section 2(a)(11) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77b(a)(11)) [5] by the issuer of such security for the purposes of raising capital, unless the agreement, contract, or transaction is entered into to manage a risk associated with capital raising; (ix) any agreement, contract, or transaction a counterparty of which is a Federal Reserve bank, the Federal Government, or a

> *Federal agency that is expressly backed by the full faith and credit of the United States; and (x) any security-based swap, other than a security-based swap as described in subparagraph (D).*

São 910 dez palavras para se definir o conceito de swap na legislação americana, sem levar em consideração as demais referências mencionadas que complementam essa definição. Abaixo, a tentativa de identificar os principais elementos dessa definição de swap, importantes, para quando se estuda uma comparação entre jurisdições que estão envolvidas em relação às operações transfronteiriças. Por exemplo, se um contrato derivativo que é negociado em uma plataforma de negociação por uma entidade considerada como *US Person* para a legislação norte-americana for considerado um swap para efeitos do conceito acima, essa entidade norte-americana deve liquidá-lo por meio de uma *Derivative Clearing Organization* (DCO), para cumprimento das exigências regulatórias indicadas.

Os principais elementos, portanto, da definição de swap nos termos do Dodd Frank Act estão relacionados a qualquer acordo, contrato ou transação que:

(i) seja uma opção de venda (*put*), opção de compra (*call*), opções de compra europeias vinculadas (*cap*), opções de venda europeias vinculadas (*floor*), opções estrategicamente compradas (*collar*) ou opção similar de qualquer tipo que seja para compra ou venda baseada no valor de uma ou mais taxa de juros, de moeda, mercadoria, valor mobiliário, instrumentos baseados em dívidas, índices, medidas quantitativas ou outro juros financeiro ou econômico ou propriedade de qualquer tipo;

(ii) forneça qualquer compra, venda, pagamento ou entrega (diferente de um dividendo sobre uma ação) que seja dependente da ocorrência, falta de ocorrência ou a extensão da occorência de um evento ou contingência associada com uma potencial consequência financeira, econômica ou comercial;

(iii) forneça de uma forma executória a troca, de forma fixa ou eventual, de um ou mais pagamentos baseados no valor ou no preço de um ou mais taxas de juros, de moedas, mercadorias, valores mobiliários, instrumento baseados em dívidas, índices, medidas quantitativas ou outros juros financeiros ou econômicos ou qualquer tipo de propriedade, ou qualquer juros, e que transfira, entre as partes da operação, no todo ou em parte, os riscos financeiros associados com uma troca futura em qualquer valor ou nível, sem que haja a transferência de uma atual ou futuro direta ou indireta propriedade de um ativo (incluindo qualquer empresa ou investimento coletivo) ou responsabilidade que incorpore o risco

financeiro transferido, incluindo qualquer acordo, contrato ou transação geralmente conhecido como os produtos indicados a seguir: "*(I) an interest rate swap; (II) a rate floor; (III) a rate cap; (IV) a rate collar; (V) a cross-currency rate swap; (VI) a basis swap; (VII) a currency swap; (VIII) a foreign exchange swap; (IX) a total return swap; (X) an equity index swap; (XI) an equity swap; (XII) a debt index swap; (XIII) a debt swap; (XIV) a credit spread; (XV) a credit default swap; (XVI) a credit swap; (XVII) a weather swap; (XVIII) an energy swap; (XIX) a metal swap; (XX) an agricultural swap; (XXI) an emissions swap; and (XXII) a commodity swap*";

(iv) seja um acordo, contrato ou transação que seja, ou no futuro se torne, geralmente conhecida como uma operação de swap;

(v) inclua qualquer *security-based swap* na definição de *swap agreement* como definido na Secão 206A do *Gramm-Leach-Bliley Act (15 U.S.C. 78c note*) da qual um termo material é baseado no preço, rendimento, valor ou volatilidade de qualquer valor mobiliário ou qualquer grupo ou índice de valor mobiliário ou de qualquer juros relacionado;

(vi) seja qualquer combinação ou permuta de, ou opção sobre, qualquer acordo, contrato ou transação descrica nos itens acima.

Da mesma forma que qualquer definição nas regras norte-americanas, existem as exceções à regra geral. No caso da definição de derivativos, há as exceções à regra indicada acima. Não estão incluídos, dessa forma, entre as hipóteses indicadas acima:

(i) qualquer contrato de venda de uma mercadoria para entrega futura (ou opção sobre esse contrato), contrato de alavancagem autorizado sobre os termos da Seção 23 em referencia, contrato futuro (valor mobiliário), ou acordo, contrato ou transação descrita nas Seção 2(c)(2)(C)(i) em referência ou Seção 2(c)(2)(D)(i) em referência;

(ii) qualquer compra de uma mercadoria não financeira ou valor mobiliário para posterior entrega, na medida em que a transação seja prevista para ser liquidada fisicamente;

(iii) qualquer opção de venda, opção de compra, estratégias de compra e venda de mesma quantidade e valor de opções de compra e de venda (*straddle*), opções ou direitos sobre qualquer valor mobiliário, certificado de depósito ou grupo ou índice de valor mobiliário, incluindo qualquer juros sobre esses ativos ou valor que decorra dele, que esteja sujeito ao SEA (1933) e SEA (1934);

(iv) qualquer opção de venda, opção de compra, estratégias de compra e venda de mesma quantidade e valor de opções de compra e de venda (*straddle*), opções ou direitos relacionados a qualquer moeda estrangeira registrado em uma bolsa de valores norte-americana registrada conforme a Seção 6(a) do SEA (1934);

(v) qualquer acordo, contrato ou transação que forneça uma compra ou venda de um ou mais valor mobiliário de uma forma fixa que esja sujeita às disposições do SEA (1933) e SEA (1934);

(vi) qualquer acordo, contrato ou transação que forneça uma compra ou uma venda de um ou mais valor mobiliário de uma forma eventual que esteja sujeito às disposições do SEA (1933) e SEA (1934), ao menos que o acordo, contrato ou transação pressuponha a compra ou venda de uma ocorrência de uma eventualidade realizada de boa-fé que ossa razoavelmente ser esperada que afete ou seja afetada por uma credibilidade de uma parte diferente de uma das partes do acordo, contrato ou transação;

(vii) qualquer *note*, *bond* ou evidência de divida que seja um valor mobiliário, como definido na Seção 2(a)(1) do SEA (1933);

(viii) qualquer acordo, contrato ou transação que seja baseada em um valor mobiliário e esteja registrado em um escriturador por um emissor de referido valor mobiliário para os propósitos de levantamento de capital, ao menos que o acordo, contrato ou transação esteja registrada para administrar um risco associado ao aumento de capital;

(ix) qualquer acordo, contrato ou transação que uma contraparte desse acordo, contrato ou transação seja um banco do *Federal Reserve*, um Governo Federal, ou uma agencia federal que esteja expressamente apoiado por pela fé e credito dos Estados Unidos da América; e

(x) qualquer *security-based swap*, diferente da descrição de *security-based swap* indicado no subparágrafo (D).

Ainda de acordo com o Dodd-Frank Act, Title VII, sua Section 719, letra "d", traz a necessidade de estudo a ser conduzido pela CFTC e SEC com a intenção de discutir se os chamados *stable value contracts* devem ou não devem ser considerados *swaps*, os quais, antes do texto legal, não eram considerados. O conceito de *stable value contract* está na letra "d" da mencionada seção, que o descreve da seguinte forma:

> [...] significa qualquer contrato, acordo ou transação que forneça uma taxa de juros de crédito e garantias de garantia de liquidez no contrato ou valor contábil antes do vencimento oferecido por um banco, companhia de seguros ou outro Estado ou

> instituição financeira regulada federalmente para o benefício de qualquer fundo individual ou mutualizável diponível como um investimento em um plano de benefícios para empregados sujeito à direção do participante, um plano de compensação diferido elegível que é mantido por um empregador elegível descrito na seção 457 (e) (1) (A) desse Código, uma disposição descrita na seção 403 (b) desse Código, ou um programa de matrícula qualificado (conforme definido na seção 529 desse Código).[294]

Verifica-se, portanto, que, nos Estados Unidos, a questão está relacionada apenas a contratos *swap* basicamente em que se apresentem os elementos acima indicados. A abrangência se apresenta, portanto, em um patamar muito menor que no Brasil e na União Europeia.

5.2 CONCEITO DE DERIVATIVES CLEARING ORGANIZATIONS (DCO)

O conceito de *Derivatives Clearing Organization* (DCO) está previsto na *Section 1a(15)* do *Commodity Exchange Act*, conforme avaliado a seguir:

> O termo "organização de compensação de derivativos" significa uma câmara de compensação, associação de compensação, corporação de compensação ou entidade, instalação, sistema ou organização similar que, em relação a um contrato, contrato, ou transação - (i) permite que cada parte do acordo, contrato ou transação substitua, por novação ou de outra forma, o crédito da organização de compensação de derivativos pelo crédito das partes; (ii) providencia ou fornece, de forma multilateral, a liquidação ou compensação de obrigações resultantes de tais contratos, contratos ou transações executados pelos participantes na organização de compensação de derivativos; ou (iii) de outra forma fornece serviços de compensação ou arranjos que mutuassem ou transferem entre os participantes na organização de compensação de derivativos o risco de crédito decorrente desses contratos, contratos ou transações executados pelos participantes. [295]

---

[294] Tradução livre do original em inglês: "[…] *means any contract, agreement, or transaction that provides a crediting interest rate and guaranty or financial assurance of liquidity at contract or book value prior to maturity offered by a bank, insurance company, or other State or federally regulated financial institution for the benefit of any individual or commingled fund available as an investment in an employee benefit plan (as defined in section 3(3) of the Employee Retirement Income Security Act of 1974, including plans described in section 3(32) of such Act) subject to participant direction, an eligible deferred compensation plan (as defined in section 457(b) of the Internal Revenue Code of 1986) that is maintained by an eligible employer described in section 457(e)(1)(A) of such Code, an arrangement described in section 403(b) of such Code, or a qualified tuition program (as defined in section 529 of such Code).*".

[295] Tradução livre do original em inglês: "*(15) Derivatives clearing organization - (A) In general - The term "derivatives clearing organization" means a clearinghouse, clearing association, clearing corporation, or similar entity, facility, system, or organization that, with respect to an agreement, contract, or transaction— (i) enables each party to the agreement, contract, or transaction to substitute, through novation or otherwise, the credit of the derivatives clearing organization for the credit of the parties; (ii) arranges or provides, on a multilateral basis, for the settlement or netting of obligations resulting from such agreements, contracts, or transactions executed by participants in the derivatives clearing organization; or (iii) otherwise provides clearing services or arrangements that mutualize or transfer among participants in the derivatives clearing organization the credit risk arising from such agreements, contracts, or transactions executed by the participants. (B) Exclusions - The term "derivatives clearing organization" does not include an entity, facility, system, or organization solely because it arranges or provides for— (i) settlement, netting, or novation of obligations resulting from agreements, contracts, or transactions, on a*

Entre as exceções ao conceito indicado acima estão a entidade, instalação, sistema ou organização que exclusivamente organiza ou providencia: (i) liquidação, compensação ou novação de obrigações resultantes de acordos, contratos ou transacções, numa base bilateral e sem uma contraparte central; (ii) liquidação ou compensação de pagamentos em dinheiro por meio de um sistema de pagamento interbancário; ou (iii) liquidação, compensação ou novação de obrigações resultantes da venda de uma mercadoria em uma transação no mercado à vista da commodity.

5.3 CONCEITO DE SECURITY-BASED SWAPS

O conceito de *security-based swaps* está previsto na *Section 3* do *Securities Exchange Act (SEA)*, ou seja, *Título 15* do *U.S. Code, Parágrafo 78c)*, conforme segue:

> *(68) SECURITY-BASED SWAP.— (A) IN GENERAL.—Except as provided in subparagraph (B), the term ''security-based swap'' means any agreement, contract, or transaction that— (i) is a swap, as that term is defined under section 1a of the Commodity Exchange Act (without regard to paragraph (47)(B)(x) of such section); and (ii) is based on— (I) an index that is a narrow-based security index, including any interest therein or on the value thereof; (II) a single security or loan, including any interest therein or on the value thereof; or (III) the occurrence, nonoccurrence, or extent of the occurrence of an event relating to a single issuer of a security or the issuers of securities in a narrow- based security index, provided that such event directly affects the financial statements, financial condition, or financial obligations of the issuer. (B) RULE OF CONSTRUCTION REGARDING MASTER AGREEMENTS.— The term ''security-based swap'' shall be construed to include a master agreement that provides for an agreement, contract, or transaction that is a security-based swap pursuant to subparagraph (A), together with all supplements to any such master agreement, without regard to whether the master agreement contains an agreement, contract, or transaction that is not a security-based swap pursuant to subparagraph (A), except that the master agreement shall be considered to be a security-based swap only with respect to each agreement, contract, or transaction under the master agreement that is a security-based swap pursuant to subparagraph (A). (C) EXCLUSIONS.— The term ''security-based swap'' does not include any agreement, contract, or transaction that meets the definition of a security-based swap only because such agreement, contract, or transaction references, is based upon, or settles through the transfer, delivery, or receipt of an exempted security under paragraph (12), as in effect on the date of enactment of the Futures Trading Act of 1982 (other than any municipal security as defined in paragraph (29) as in effect on the date of enactment of the Futures Trading Act of 1982), unless such agreement, contract, or transaction is of the character of, or is commonly known in the trade as, a put, call, or other option. (D) MIXED SWAP.—The term ''security-based swap'' includes any agreement, contract, or transaction that is as described in subparagraph (A) and also is based on the value of 1 or more interest or other rates, currencies, commodities, instruments of indebtedness, indices, quantitative measures, other financial or economic interest or property of any kind (other than a single security or a narrow-based security index), or the occurrence, non-occurrence, or the extent of the occurrence of an event or contingency associated*

---

bilateral basis and without a central counterparty; (ii) settlement or netting of cash payments through an interbank payment system; or (iii) settlement, netting, or novation of obligations resulting from a sale of a commodity in a transaction in the spot market for the commodity.".

> *with a potential financial, economic, or commercial consequence (other than an event described in subparagraph (A)(ii)(III)). (E) RULE OF CONSTRUCTION REGARDING USE OF THE TERM INDEX.—The term ''index'' means an index or group of securities, including any interest therein or based on the value thereof.*

5.4 TRATAMENTO DA *EXTRATERRITORIALIDADE* DOS SWAPS PELO DODD-FRANK ACT

O Dodd-Frank Act traz a extraterritorialidade das atividades regulatórias de suas autoridades competentes em sua *Section 715 – Authority to Prohibit Participation in Swap Activities*[296]. Assim se pronuncia a regulação norte-americana no sentido de que, exceto nos casos previstos na seção 4 do CEA, se a CFTC ou SEC determinar que a regulamentação dos mercados de *swaps* ou de *security-based swaps* de algum outro país prejudica a estabilidade do sistema financeiro dos Estados Unidos, qualquer uma dessas autoridades norte-americanas, em consulta com o Secretário do Tesouro dos Estados Unidos, pode proibir uma entidade domiciliada nesse país de participar de qualquer atividade nos Estados Unidos envolvendo *swaps* ou *security-based swaps*. Ou seja, além de regular o mercado local, as autoridades norte-americanas também se preocupam com a atuação das atividades de entidades e investidores estabelecidos fora de seu território. Entre as entidades que podem estar envolvidas a uma operação de *swap* ou *security-based swap* no exterior dos Estados Unidos estão os swap dealer, security-based swap dealer, major swap participant, major security-based swap participant, que estejam registrados na CFTC ou na SEC nos termos da regulação do CEA ou do SEA (1934), respectivamente. Portanto, a extensão da regulação norte-americana ocorre na medida em que uma entidade estrangeira obrigatoriamente deve ser registrada em seus ambientes regulados para poderem atuar e, automaticamente após esse registro, estão sujeitas à jurisdição regulatória norte-americana.

[296] Redação original em inglês da Section 715 do Title VII do Dodd-Frank Act: "*SEC. 715. AUTHORITY TO PROHIBIT PARTICIPATION IN SWAP ACTIVITIES. Except as provided in section 4 of the Commodity Exchange Act (7 U.S.C. 6), if the Commodity Futures Trading Commission or the Securities and Exchange Commission determines that the regulation of swaps or security-based swaps markets in a foreign country undermines the stability of the United States financial system, either Commission, in consultation with the Secretary of the Treasury, may prohibit an entity domiciled in the foreign country from participating in the United States in any swap or security-based swap activities.*".

5.5 OS CREDIT DEFAULT SWAPS

A *Section 716(d)(3)* do *Title VII* do Dodd-Frank Act estabelece que a atuação de uma entidade de *swap* no segmento de *credit default swaps*, incluindo *swaps* e *security-based swaps* que se referenciam no risco de crédito de *asset-backed securities*[297], não deve ser considerada uma atividade bancária permitida, a menos que os referidos *swaps* ou *security-based swaps* sejam compensados e liquidador por meio de uma DCO ou uma *Clearing Agency* registrada ou dispensada de registro pela CFTC ou SEC, respectivamente.

Os *asset-backed securities* são, conforme redação original em inglês da *Section 3(a)(79)* do SEA: "*(79) ASSET-BACKED SECURITY.—The term ''asset-backed security''— (A) means a fixed-income or other security collateralized by any type of self-liquidating financial asset (including a loan, a lease, a mortgage, or a secured or unsecured receivable) that allows the holder of the security to receive payments that depend primarily on cash flow from the asset, including— (i) a collateralized mortgage obligation; (ii) a collateralized debt obligation; (iii) a collateralized bond obligation; (iv) a collateralized debt obligation of asset-backed securities; (v) a collateralized debt obligation of collateralized debt obligations; and (vi) a security that the Commission, by rule, determines to be an asset-backed security for purposes of this section; and (B) does not include a security issued by a finance subsidiary held by the parent company or a company controlled by the parent company, if none of the securities issued by the finance subsidiary are held by an entity that is not controlled by the parent company.*"

5.6 DELEGAÇÃO DE ESTUDOS À CFTC E À SEC PARA ENTENDIMENTO DO CONTEXTO INTERNACIONAL DOS SWAPS

A *Section 719. Studies* do *Title VII* do Dodd-Frank Act traz temas de estudos que devem ser desenvolvidos pela CFTC e pela SEC. O terceiro estudo expresso na letra "c" do mencionado texto legal dos Estados Unidos está relacionado à regulação internacional de *swap* (i.e. no original em inglês *international swap regulation*). De acordo com a referida seção, a CFTC e a SEC devem, em conjunto, conduzir estudos relativos à: (i) regulação de *swap* nos Estados Unidos, na Ásia e na Europa; e (ii) câmaras de compensação e liquidação (i.e. no original em inglês *clearinghouse* and *clearing agency regulation*) nos Estados

[297] Redação original em inglês da Section 3(a)(79) do SEA, conforme a seguir explorada.

Unidos, na Ásia e na Europa. Ambos os estudos devem identificar áreas de regulação que sejam similares nos Estados Unidos, na Ásia e na Europa e em outras áreas da regulação que podem ser harmonizadas, ou seja, podem conter dispositivos que ditem o mercado financeiro de uma mesma forma, sem que haja mais ou menos regulação em um determinado mercado e, assim, arbitragem regulatória internacional.

O relatório exigido à época da CFTC e da SEC deveria ser apresentado, no máximo em 18 (dezoito) meses depois da data de publicação do Dodd-Frank Act, para o *Committee on Agriculture, Nutrition, and Forestry* e para o *Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the Senate* e para o *Committee on Agriculture and the Committee on Financial Services of the House of Representatives*, devendo conter, essencialmente: a identificação das maiores bolsas de valores, mercadorias e futuros e seus reguladores em cada área geográfica para a negociação de *swaps* e *security-based swaps*, fazendo uma lista dos contratos mais relevantes e seus volumes de negociação e valores nocionais (i.e. original em inglês *notional values*), bem como identificando os mais relevantes *swap dealers* participantes de cada mercado; a identificação das câmaras de compensação e liquidação (i.e. original em inglês *clearing houses and clearing agencies*) mais relevantes e os seus reguladores em cada área geográfica no que se refere à compensação e liquidação de *swaps* e *security-based swaps*, incluindo uma lista dos contratos mais relevantes e os volumes compensados e liquidados e os valores nocionais, bem como a identificação dos membros de compensação mais relevantes de cada câmara de compensação e liquidação em cada mercado; a descrição dos métodos comparativos de compensação e liquidação de *swaps* nos Estados Unidos, na Ásia e na Europa; e uma descrição dos vários sistemas usados para estabelecimento de margem (i.e. exigência de garantias) para cada *swaps*, *security-based swaps* e portfolios de *swaps*.

5.7 RELATÓRIO CFTC E SEC – JANEIRO DE 2012

O relatório elaborado pela CFTC ficou pronto em 31 de janeiro de 2012 e foi publicado e encontra-se disponível no site de ambos os reguladores norte-americanos desde 2 de fevereiro de 2012[298]. Esse relatório foi elaborado em relação a 9 (nove) jurisdições

[298] No site da CFTC, encontra-se disponível em: <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/dfstudy_isr_013112.pdf>. Acesso em: 1 jun. 2017. Em relação ao Brasil, consta análise específica entre as páginas 57-60, a qual faz referência à manifestação do Brasil, por meio de suas autoridades competentes, ao FSB (*Brazil Survey Response to FSB*

diferentes, quais sejam: da América (Estados Unidos, Canadá e Brasil), União Europeia e da Ásia (Japão, China, Hong Kong, Cingapura, Austrália e Coreia do Sul) e consiste em 4 partes principais: a exposição da delegação de poderes para a CFTC e para a SEC conduzir referido relatório com base na *Section 719(c)* do *Dodd-Frank Act*; a estrutura regulatória aplicável aos derivativos OTC nos Estados Unidos e no exterior, isto é, nas jurisdições indicadas acima; uma comparação regulatória entre as jurisdições; e conclusões e anexos.

Ademais, ao final desse relatório, há um sumário de toda a análise realizada comparada por cada jurisdição[299], o qual traz divisão da análise de cada jurisdição em relação aos seguintes tópicos: cada *derivatives clearing organization (DCO)* funcionando em cada jurisdição; os reguladores supervisionando essas DCO; as classes de produtos semelhantes ao *swap* compensados e liquidados; os métodos usados pelas DCO para compensação e liquidação; o sistema de exigência de margem (i.e. original em inglês *margining system*); e o volume e os valores nocionais dos *swaps* compensados e liquidados por essas DCO.

O relatório CFTC e SEC (Janeiro de 2012) concluiu que haveria a necessidade de implementação de determinadas recomendações no sentido de que a CFTC e a SEC deveriam monitorar o desenvolvimento de cada uma das jurisdições analisadas, participar do desenvolvimento de padrões internacionais e se engajar na comunicação com reguladores na União Europeia, Japão, Hong Kong, Cingapura, Canadá e outras jurisdições, conforme for necessário[300]. Importante mencionar que o comissário da CFTC à época criticou o resultado desse relatório em declaração pública[301], indicando que esse relatório falhou em

---

Implementation Monitoring Network (September 2011)) publicada em <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104c.pdf?page_moved=1>. Acesso em: 1 jun. 2017.

[299] Ibid. Cf. *Appendix 1* (p. 119-139).

[300] Não houve menção expressa à necessidade de diálogo com o Brasil, especificamente.

[301] Disponível em: <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/omaliastatement013112>. Acesso em: 1 jun. 2017. Do original em inglês: "*Statement of Dissent to the CFTC-SEC Report on International Swap Regulation Pursuant to Section 719(c) of the Dodd-Frank Act (the "Report") - Commissioner Scott D. O'Malia - January 31, 2012 - The staff of the Commodity Futures Trading Commission (CFTC) and the Securities and Exchange Commission (SEC) must be commended on their outreach with other international regulatory bodies to harmonize the new rules and regulations over the swaps markets. I am confident that this level of coordination and cooperation has never been achieved previously. I respectfully dissent in the issuance of this Report. First, it fails to properly capture the entirety of the regulatory landscape. Second, it should acknowledge in greater detail the challenges in harmonizing our rules. This Report provides a general, but incomplete, picture of the international rulemaking process. While it is accurate to say that there is international coordination on general policy considerations, significant questions remain regarding the extraterritorial application of the specific rulemakings currently underway at the Commissions. Further, significant questions remain regarding the pace of rulemakings among the various regulatory bodies going forward. As of the date of this Report, neither the CFTC nor the SEC has disclosed the extraterritorial application of our proposed or final rules. Under both the proposed and final rules it appears that U.S. rulemakings would apply to entities and activities in foreign jurisdictions. For example, the application of the proposed rule regarding the CFTC's entity definitions would make U.S. financial and non-financial entities subject to mandatory clearing and capital requirements, even if they operate outside the U.S., while foreign competitors may not be so constrained. Until the Commissions specifically define*

capturar a adequada totalidade do cenário regulatório como, por exemplo, as questões de extraterritorialidade e o processo internacional de elaboração de regras, o qual foi analisado nessa tese.

Especificamente em relação ao Brasil e ao foco que essa tese tem para uma análise comparada, esse relatório traz menção ao fato de que os derivativos OTC não são exigidos de serem compensados e liquidados de forma centralizada, isto é, por meio de contraparte central. Dessa forma, no Brasil, existe a possibilidade de seguir com a compensação e liquidação centralizada de derivativos de forma voluntária, ou seja, por meio de contraparte central caso desejado por suas contrapartes e aceito por uma contraparte central que for prestar os correspondentes serviços de compensação e liquidação[302]. Essa conclusão realizada para a jurisdição brasileira tem como base o conteúdo da pesquisa realizada pelo FSB com as autoridades competentes brasileiras em setembro de 2011, segundo a qual, levando em consideração as recomendações do G20[303], o Brasil tem regulação (i.e. Resolution CMN 2.933/2002; Circular BCB 3.106/2002) que determina exigência de capital maior para contratos derivativos que não sejam compensados e liquidados por meio de contraparte central em comparação àqueles que assim o são[304].

---

the extraterritorial application of these rules we exacerbate the significant regulatory uncertainty for global market participants. We also delay progress towards mutual recognition or mutual accommodation, which are essential to avoiding duplicate or contradictory regulatory obligations for such market participants. Finally, the CFTC has been made aware of a significant problem by our colleagues in both Europe and Asia of a statutory requirement to indemnify the swap data repositories and the Commission as mandated under Section 728(d) of the Dodd-Frank Act. Many jurisdictions are not able to comply with this requirement and have demanded that change be made or they will not cooperate with the U.S. swaps data collection efforts. The staff has correctly pointed out in this Report that a statutory change may be necessary to ensure that the U.S. is able to fully cooperate with international regulators to share critical information regarding global risk exposure and trade data. In closing, I commend the staff for their hard work to deliver unprecedented international coordination on broad policy questions. However, our effort to harmonize our rules and to enable mutual recognition or accommodation remains incomplete in both words and actions. Last Updated: February 2, 2012".

[302] Do original em inglês: "*c. Clearing Requirements - OTC derivatives are not required to be centrally cleared in Brazil, but voluntarily may be centrally cleared if desired by the counterparties and accepted for clearing by the CCP.*". (FSB (*Brazil Survey Response to FSB Implementation Monitoring Network (September 2011)*) publicada em <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104c.pdf?page_moved=1>. Acesso em: 1 jun. 2017. p. 58.

[303] Cf. FSB (*Brazil Survey Response to FSB Implementation Monitoring Network (September 2011))*, publicada em <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104c.pdf?page_moved=1>, p. 13. Acesso em: 1 jun. 2017. De acordo com o relatório, em tradução livre do autor para o português, do original em inglês: "foram implementadas as recomendações do FSB por meio da existência de regulação que exija que todos os contratos derivativos OTC padronizados devem ser negociados em entidades administradoras de mercado organizado de bolsa ou em plataformas de negociação eletrônica, conforme o caso, e compensados e liquidados por meio de contraparte central até o final de 2012".

[304] Cf. FSB (*Brazil Survey Response to FSB Implementation Monitoring Network (September 2011)* publicada em <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104c.pdf?page_moved=1>., p. 13. Acesso em: 1 jun. 2017.

Vale mencionar, inclusive, que, no Brasil, uma das iniciativas para avaliação das informações relativas às operações envolvendo derivativos foi a Central de Exposição a Derivativos (CED), que começou sua operação em março de 2011, a qual é uma organização sem fins lucrativos estabelecida pela Febraban (Federação Brasileira dos Bancos) que armazena a exposição compensada de uma companhia a derivativos registrados em uma das duas entidades registradoras brasileiras, quais sejam, à época, CETIP – Mercado de balcão organizado e BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros[305].

Por fim, o relatório CFTC e SEC (Janeiro 2012) indica que na pesquisa realizada com as autoridades relevantes brasileiras, essas mencionaram que a supervisão bancária no Brasil adota uma visão mais crítica no papel de linhas de liquidez de recursos estrangeiros nos planos de contingência, sendo mencionado que durante as recentes crises da época, o Banco Central do Brasil emitiu regulação determinando o registro obrigatório de contratos derivativos contratados no exterior em sistemas de compensação e liquidação brasileiros[306]. Em complemento, a pesquisa indica que essas medidas têm a intenção de providenciar um monitoramento mais apropriado de exposição de risco ao câmbio. Assim, o Conselho Monetário Nacional emitiu também regulação específica em relação ao depósito de garantias para empréstimos baseados em câmbio do sistema financeiro brasileiro. A regulação, dessa forma, focou primordialmente no financeiro das operações de câmbio com financiamento proveniente de reservas externas brasileiras. A legislação relevante a esse respeito é a Resolução CMN n. 3.622/2008. Por fim, cabe mencionar, em relação a essa pesquisa, que, como resultado direto da crise recente no sistema financeiro mundial, três abordagens diferentes foram implementadas no Brasil: o departamento de monitoramento externo do Banco Central do Brasil fortaleceu os requisitos relativos à qualidade das informações obtidas das câmaras de compensação e liquidação; bem como as próprias câmaras e os prestados de serviços de compensação e liquidação implementaram mecanismos e critérios de regulamentação mais rigorosos para o registro de produtos sofisticados, que devem ter suas estratégias e avaliações divulgadas e aprovadas por essas câmaras e prestadores de compensação e liquidação, cujo acesso a tais informações também é fornecido ao departamento de monitoramento externo do Banco Central do Brasil; o departamento de supervisão local do Banco Central do Brasil estabeleceu uma rotina de supervisão periódica

[305] Hoje as empresas foram unidas e formou a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.

[306] Cf. FSB (*Brazil Survey Response to FSB Implementation Monitoring Network (September 2011)* publicada em <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104c.pdf?page_moved=1>. p. 4. Acesso em: 1 jun. 2017.

em instituições complexas e sofisticadas, a fim de avaliar as características dos novos produtos financeiros, processos de avaliação, conformidade com os regulamentos, processo de aprovação e adequação, bem como foram realizados trabalhos específicos em outros veículos que se interligam com bancos, direta ou indiretamente (Fundo de Investimento de Recebíveis – FIDCs e fundos estrangeiros associados de qualquer forma à sede), cujo trabalho é conduzido por uma equipe especializada e o resultado é compartilhado com a equipe de supervisão, sendo emitido um regulamento para determinar que os derivativos contratados no exterior, incluindo opções embutidas em operações de crédito, sejam registrados em uma câmara ou prestador de serviços de compensação e liquidação brasileiro, cujos registros são acessíveis ao departamento de monitoramento externo do Banco Central do Brasil[307]. Em relação a esse último aspecto, a legislação brasileira relevante é a seguinte: Resolução CMN 3.824/2009; Resolução CMN 3.833/2010, que alterou a Resolução CMN n. 3.312/2005; Circular BCB 3.474/2009.

Para a Europa, os regulamentos europeus propostos e a revisão que iniciou à época das regras relativas a produtos (i.e. MiFID) não distinguem os derivados OTC de forma comparável à distinção realizada nos Estados Unidos pela regra do Dodd-Frank Act entre *swaps* e *security-based swaps*. Os principais requisitos dos regulamentos da União Europeia, em relação à obrigação de compensação, estão na aplicação para todas as classes de derivados, sejam OTC ou negociados em um mercado organizado, incluindo *swaps* de taxa de juros, crédito, *equity*, commodities e câmbio. O EMIR não exclui quaisquer classes de ativos da obrigação de compensação e liquidação por meio de contraparte central. A ESMA, com base em uma série de critérios, identificará quais classes de derivativos OTC são elegíveis para estar sujeitas a uma obrigação de compensação obrigatória. A ESMA, portanto, tem a autoridade para decidir que os *swaps* de câmbio não sejam elegíveis e, dessa forma, não devem estar sujeitos aos requisitos de compensação e liquidação centralizada. Além disso, todas as classes e tipos de derivativos, tanto OTC quanto aqueles negociados em mercados organizados de bolsa ou balcão ou em plataformas eletrônicas, são exigidos no âmbito do EMIR para serem reportados aos *Trade Repositories*, o que, por sua vez, deve

[307] Cf. FSB (*Brazil Survey Response to FSB Implementation Monitoring Network (September 2011)* publicada em <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104c.pdf?page_moved=1>. p. 8. Acesso em: 1 jun. 2017.

disponibilizar os dados a determinadas autoridades públicas e, de forma agregada, para o público[308].

No Japão, a compensação e liquidação por meio de uma CCP seriam obrigatórias para transações específicas de derivados OTC, onde a redução do risco de liquidação por meio da compensação centralizada seria considerada necessária para a estabilidade do mercado financeiro japonês[309].

A China, por sua vez, estava considerando, em 2012, avaliar em qual tipo de legislação e requisitos de compensação seriam adequados para seus mercados. O Banco Popular da China ("PBOC"), o banco central da China, estava se esforçando para que a Shanghai Clearing House ("SCH") estabelecesse um trabalho de contraparte central[310].

Para Hong Kong, a legislação relativa à obrigação de compensação e liquidação por meio de contraparte central seria dedicada apenas para cobrir certos *swaps* de taxas de juros e variação cambial e termos de liquidação financeira inicialmente, com possibilidade de, posteriormente, ser estendida para outros tipos de produtos[311].

Em Cingapura, a autoridade monetária competente à época tinha a intenção de, no começo de 2012, elaborar consulta pública sobre a proposta de estrutura regulatória para a obrigação de compensar e liquidar obrigações de derivativos OTC via uma CCP, provavelmente entrando em vigor essas regras ao final de 2012[312].

Na Austrália, até começo de 2012, não havia exigência de que os derivados OTC fossem compensados e liquidados de forma centralizada e ainda não havia proposta legislativa que exigisse que fossem. Ademais, a Austrália indicou, à época, que fosse provável que harmonizasse seus requisitos de compensação e liquidação obrigatórias de forma centralizada com os de outras jurisdições consideradas relevantes e estava avaliando a possibilidade de exigir que os derivativos de taxa de juros e de variação cambial

---

[308] Páginas 63 do Joint Report on International Swap Regulation – Section 719c do Dood-Frank Act. Disponível em: <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/dfstudy_isr_013112.pdf>. Acesso em: 1 jun. 2017.

[309] Páginas 75 do Joint Report on International Swap Regulation – Section 719c do Dood-Frank Act. Disponível em: <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/dfstudy_isr_013112.pdf>. Acesso em: 1 jun. 2017.

[310] Páginas 80 do Joint Report on International Swap Regulation – Section 719c do Dood-Frank Act. Disponível em: <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/dfstudy_isr_013112.pdf>. Acesso em: 1 jun. 2017.

[311] Páginas 84 do Joint Report on International Swap Regulation – Section 719c do Dood-Frank Act. Disponível em: <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/dfstudy_isr_013112.pdf>. Acesso em: 1 jun. 2017.

[312] Páginas 89 do Joint Report on International Swap Regulation – Section 719c do Dood-Frank Act. Disponível em: <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/dfstudy_isr_013112.pdf>. Acesso em: 1 jun. 2017.

denominados em dólares australianos fossem compensados e liquidados de forma centralizada apenas no território australiano e que essa fosse realizada por uma CCP localizada na Austrália[313]. A Austrália aborda questões que envolvem a compensação e a liquidação de derivativos OTC de forma centralizada no *Discussion Paper* elaborado pelo *The Australian Council of Financial Regulators* ("ACFR") e emitido em junho de 2011[314].

Na Coreia, embora não houvesse, até início de 2012, uma regulamentação específica sobre a compensação centralizada de *swaps* por meio de uma CCP, a autoridade local observou que os reguladores coreanos propusessem emendas regulatórias para criar uma base jurídica para a criação de uma CCP na Coréia e, em seguida, determinar quais *swaps* seriam obrigados a serem compensados e liquidados por meio de uma CCP. O governo coreano previu que, até o final de 2012, seria implementada uma legislação que exigisse a compensação e liquidação centralizada de derivativos OTC e, em seguida, os regulamentos deveriam ser aprovados, seguidos pelo estabelecimento de uma CCP coreana[315].

Cabe trazer nesse trabalho o quadro comparativo já elaborado nessa pesquisa pela CFTC e SEC, o qual compara a aplicação de obrigação de utilização de contraparte central para compensação e liquidação de contratos derivativos OTC pelas jurisdições indicadas acima:

---

[313] Páginas 93 do Joint Report on International Swap Regulation – Section 719c do Dood-Frank Act. Disponível em: <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/dfstudy_isr_013112.pdf>. Acesso em: 1 jun. 2017. Assim ocorreu, conforme consta da análise realizada a seguir.

[314] Cf. *Central Clearing of OTC Derivatives in Australia* (*Discussion Paper, June 2011*) ("Australia Discussion Paper"), available at <http://www.rba.gov.au/publications/consultations/201106-otc-derivatives/pdf/201106-otc-derivatives.pdf>. ACFR membership includes senior representatives of the Australian Prudential Regulation Authority ("APRA"), Australian Securities and Investment Commission ("ASIC"), Reserve Bank of Australia, and Treasury of Australia.

[315] Páginas 96-7 do Joint Report on International Swap Regulation – Section 719c do Dood-Frank Act. Disponível em: em: <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/dfstudy_isr_013112>.pdf. Acesso em: 1 jun. 2017.

Tabela 1 - Aplicação de Exigências relativas à utilização de Contraparte Central – Janeiro de 2012[316]

(Introdução)

Jurisdição	Cobertura de Todas as Classes de Ativos	Cobertura de Todos os Tipos de Entidades Financeiras	Operações Intragrupos	Exigência de Localização para CCP
Austrália	Não – É provável que se harmonize com os requisitos nas principais jurisdições (por exemplo, a isenção de algumas classes de derivativos de câmbio provavelmente); Cobertura das classes de crédito e equidade sob revisão	Não – É provável que as entidades financeiras menores não sejam contempladas	Sob revisão	Sob revisão
Brasil	Não – Exigências de contraparte central são aplicadas apenas para derivativos negociados em mercados organizados de bolsa (não de OTC, ou seja, de balcão não organizado)	Não	Não	Não
Canadá	Sob revisão - *swaps* de câmbio e termos podem não ser contemplados com essa regra com a intenção de harmonizar regras de outras jurisdições; outras classes de ativos será avaliado.	Sob revisão – Começou a se dar relevância para preocupações de risco sistêmico e harmonização com outras jurisdições.	Sob revisão	A ser estabelecido Medidas apropriadas estão sendo consideradas para incentivar compensação e liquidação interna – no Canadá – de derivativos relacionados à variação cambial do dólar canadense (i.e. do original em inglês *Canadian-dollar*

[316] Tradução para o português da tabela denominada como *Table 2 – Application of Central Clearing Requirements*, constante das pagínas 147-8 do Joint Report on International Swap Regulation – Section 719c do Dood-Frank Act. Disponível em: <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/dfstudy_isr_013112.pdf>. Acesso em: 1 jun. 2017.

				denominated interest rate derivatives)
Cingapura	Sim – Tendo em conta o risco sistêmico para o mercado local e o grau de padronização no mercado local	Sob revisão	Sob revisão	Não – Entretanto, essa regra está sob revisão
China	Sob revisão	Sim	Não de Aplica	Sim – Shanghai Clearing House
Coreia do Sul	Sim	Sim	Não	Sim
Estados Unidos	Sim – Embora o US Treasury tenha proposto dispensado os *swaps* e termos cambiais de compensação e liquidação por meio de contraparte central	Sim	A ser estabelecido (sob avaliação da CFTC e SEC)	Não
Hong Kong	Sim – A compensação e a liquidação obrigatória deverão cobrir o IRS padronizado e os termos com liquidação financeira inicialmente. A extensão para outros tipos de produtos será considerada após o lançamento inicial	Sim – o escopo de cobertura de compensação e liquidação obrigatória por meio de contraparte central (sob revisão); O plano de Hong Kong é cobrir posições mantidas por instituições que pode causar risco sistêmico ao sistema financeiro	Não – Hong Kong irá, entretanto, manter sob o radar o desenvolvimento global nesse sentido.	Não
Japão	A ser estabelecido – *Cabinet Ordinance* prevista para Novembro de 2012	Sim – aplicável para todos os intermediários financeiros	A ser estabelecido – *Cabinet Ordinance* prevista para Novembro de 2012	Sim – uma CCP estabelecida no Japão deve ser indicada para esses derivativos, uma vez que devem estar alinhados com o regime de insolvência do Japão. Negociação de *iTraxx Japan series of CDS index* são antecipados para essa regra
União Europeia	Sim – EMIR	Sim – EMIR (Entretanto, isenção para determinados acordos de pensão	Não – Parlamento e Conselho Europeus propuseram uma isenção para operações	Não

		para um período limitado sob consideração do Parlamento e Conselho Europeus)	intragrupo no EMIR	

(Conclusão)

5.8 DISPOSIÇÕES RELEVANTES DO DODD-FRANK ACT

Especificamente em relação aos Estados Unidos, o relatório em questão foi feito em momento posterior à publicação do Dodd-Frank Act, o qual trouxe a regulação propriamente dita dos *swaps* nos Estados Unidos de forma prevista em seu *Title VII*, estabelecida na *Part II - Regulation of Swap Markets*, composta das Sections 721 a 754. Nessas seções, é possível encontrar as previsões relativas aos seguintes pontos: definições (sec. 721), jurisdições relevantes (sec. 722), câmaras de compensação e liquidação (sec. 723), swap, segregação de atividades e tratamento em caso de falência (sec. 724), *derivatives clearing organizations (sec. 725)*, processo de desenvolvimento de regras em caso de conflito de interesses (sec. 726), reporte ao público de informações relativas as operações envolvendo swap (sec. 727), repositório de informações relativas a swap (sec. 728), reporte e controle de registro de informações (sec. 729), reporte de operadores de swap de grande escala (sec. 730), registro e regulação de intermediários de negociação de swap e participantes de swap considerados *major swap participants* (sec. 731), conflito de interesse (sec. 732), entidades de execução de swap (sec. 733), entidades de execução de operações de derivativoes e dispensa de registro de plataformas de negociação (sec. 734), mercados de contratos designados (sec. 735), margem (sec. 736), limite de posições (sec. 737), plataformas de negociação estabelecidas fora dos Estados Unidos da América (sec. 738), certeza jurídica para swaps (sec. 739), organizações multilaterais de compensação e liquidação (sec. 740), cumprimento das regras (i.e. *enforcement*) (sec. 741), operações de commodities de varejo (sec. 742), outra autoridade (sec. 743), mecanismos de restituição (sec. 744), aumento de *compliance* por entidades registradas (sec. 745), *insider trading* (sec. 746), autoridade de práticas desleais (sec. 747), proteção e incentivo de denúncias envolvendo commodities (sec. 748), alterações legislativas relevantes (sec. 749), estudo de supervisão do mercado de carbono (sec. 750), comitê consultivo de mercardos de energia e ambiental (sec. 751), harmonização internacional (sec. 752), autoridade de anti manipulação de mercados (sec. 753), e data de entrada em vigor (sec. 754).

Entre as *Sections* mencionadas acima, aquelas que estão relacionadas diretamente ao objeto de estudo comparado dessa tese, ou seja, aquelas segundo as quais há complemento com a regra já descrita acima sobre a obrigação de utilização de uma câmara de compensação e liquidação para compensar e liquidar um *swap*, são: 723 – *Clearing* e 735 – *Derivatives Clearing Organizations*. Essas seções do *Title VII* do Dodd-Frank Act delegam competência para a CFTC e para a SEC determinarem, de acordo com o âmbito de atuação de cada entidade, quais *swaps* estejam obrigados a serem compensados e liquidados por uma câmara de compensação e liquidação registrada em seus ambientes ou dispensada desse registro. O requisito de compensação obrigatório aplica-se a *pessoas* envolvidas em tais *swaps*, mas certos usuários finais que usam esses *swaps* para proteger ou mitigar o risco comercial de suas atividades e operações estão excluídos deste requisito[317]. As *Sections 723(a)(3) e 763(a)* do Dodd-Frank Act, que adicionaram a *Section 2(h)* do CEA e a Section 3C da SEA (1934), respectivamente, preveem duas abordagens para a determinação de quais *swaps* devem ser obrigatoriamente compensados por uma CCP: (i) a CFTC ou a SEC podem determinar, por sua própria iniciativa, se um *swap* ou um grupo, categoria, tipo ou classe de *swaps* devem seguir essa obrigação ("*top-down approach"*); ou (ii) uma câmara de compensação inicia essa obrigação pela CFTC ou SEC se planeja aceitar para determinado *swap* ou um grupo, categoria, tipo ou classe de swaps ("bottom-up approach"). Importante mencionar que, de acordo com o CEA Section 2(h)(2)(B)(ii) e SEA (1934) Section 3C(b)(2)(B), os *swaps* que já estiverem listados para sem compensados e liquidados por meio de uma CCP na data de publicação do Dodd-Frank Act (July 21, 2010) são considerados automaticamente submetidos para a CFTC e para a SEC, respectivamente, para fins de obrigação de compensação e liquidação centralizada.

---

[317] Com relação aos mencionados "usuários finais", ver CEA Section 2(h)(7) e SEA (1934) Section 3C(g), que estabelecem uma exceção à obrigação de compensar por meio de uma CCP com relação a *swaps* se uma das contrapartes desses *swaps*: "*(1) is not a financial entity (CEA Section 2(h)(7)(C)(ii) determinada que a CFTC deve considerar se "small banks, savings associations, farm credit systems institutions, and credit unions" não estão inseridas nesse conceito, incluindo aquelas cujos ativos totais sejam de US$10 bilhões ou menos – nesse mesmo sentido, SEA (1934) Section 3C(g)(3)(B)); (2) is using swaps to hedge or mitigate commercial risk; and (3) notifies the CFTC (for swaps) or the SEC (for security-based swaps) how the counterparty generally meets its financial obligations associated with entering into non-cleared swaps". O termo "financial entity" significa: "(1) an swap dealer; (2) an security-based swap dealers; (3) an major swap participants; (4) an major security-based swap participants; (5) a commodity pool (CEA Section 1a(10)); (6) a private fund (Section 202(a) of the Investment Advisers Act of 1940); (7) an employee benefit plan (Sections 3(3) and 3(32) of ERISA); or (8) a person predominantly engaged in activities that are in the business of banking or in activities that are financial in nature (Section 4(k) of the Bank Holding Company Act of 1956)*". Ver, também, End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps, 75 Fed. Reg. 80747 (December 23, 2010), available at <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2010-31578a.pdf>. E *End-User Exception to Mandatory Clearing of Security-Based Swaps, 75 Fed. Reg. 79992 (December 21, 2010)*. Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/proposed/2010/34-63556fr.pdf>. Acesso em: 2 jun. 2017.

O *Subtitle B—Regulation of Security-Based Swap Markets* traz a outra parte dos derivativos que são aqueles que são baseados em índices de valores mobiliários, ou seja, os *security-based swaps*.

A supervisão de pagamentos, compensação e liquidação está regulada por meio de um Título próprio, qual seja o *Title VIII - Payment, Clearing, And Settlement Supervision*, no qual constam as Sections 801 a 814.

5.9 REGRAS CFTC (2012)

Em 2012, a CFTC estabeleceu regras para a obrigatoriedade de compensação e liquidação de determinados *swaps*, quais sejam: *interest rate swaps* e *credit default swaps*. De acordo com estudo da ISDA[318], esses dois tipos de *swaps* correspondem a noventa por cento (90%) dos *swaps* do mercado norte-americanos. Essas obrigações entrariam em vigor em junho e setembro de 2013, respectivamente.

Em março de 2013, a CFTC emitiu *no-action releif* em relação à obrigação de compensação e liquidação por meio de contraparte central para determinados *swaps*, que são celebrados como parte de um acordo multilateral. Sob esse ato de omissão de ação por parte da CFTC, os *swaps* que fossem alterados com a intenção de reduzir seu valor nocional (i.e. em inglês *notional value*), bem como os *swaps* que fossem recriados como resultado de uma redução desse valor nocional estariam dispensados de ser compensados e liquidados por meio de uma DCO, desde que cinco condições fossem aplicadas:

> *(i) No cleared swaps can be part of the multilateral portfolio compression exercise;*
> *(ii) No swap executed after an applicable compliance date that is subject to required clearing can be part of the multilateral portfolio compression exercise;*
> *(iii) All amended swaps and replacement swaps generated by the multilateral portfolio compression exercise must be entered into between the same counterparties as the original swap that is amended or terminated;*
> *(iv) With the exception of reducing the notional amount, the amended or replacement swaps must have the same material terms as the original swaps;*
> (v) *The amended or replacement swaps must be entered into for the sole purpose of reducing operational or counterparty credit risk*.[319]

Nos termos das regras da CFTC, que em 19 de julho de 2011, em uma reunião aberta ao público, aprovou suas regras finais relacionadas ao processo de revisão da obrigatoriedade

---

[318] OTC Derivatives Market Analysis, Year-end 2011. ISDA. Retrieved on April 9, 2013. Disponível em: <http://www2.isda.org/functional-areas/research/studies/>. Acesso em: 29 maio 2017.

[319] De acordo com a *CFTC's Division of Clearing and Risk Issues Limited No-Action Relief from Required Clearing for Swaps Resulting from Multilateral Compression Exercises*. Disponível em: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6536-13>. Acesso em: 29 maio 2017.

de compensação e liquidação de *swaps* por meio de contraparte central, determinou que as DCO, a partir de 16 de setembro de 2011, deveriam iniciar o envio de informações para a CFTC em relação a qualquer *swap*, ou grupo, categoria, tipo ou classe de *swap* que tivessem intenção de compensar e liquidar[320].

De acordo com as regras da CFTC, uma DCO que tenha intenção de compensar e liquidar *swap* na qualidade de contraparte central deve enviar pedido formal para a CFTC, o qual deve conter evidencias de sua habilidade de cumprir com os princípios relacionados a uma DCO, bem como que tenham suficientes reservas financeiras e esteja capaz de administrar os riscos envolvidos aos *swaps*. Uma DCO deve ser também passível de fornecer informações específicas relativas às especificações de cada *swap*, à elegibilidade de participantes, fontes, modelos e procedimentos de formação de preço, procedimentos de administração de riscos, mecanismos de negociação e liquidez de mercado, os efeitos dos requisitos de compensação e liquidação de um *swap*, regras, manuais, políticas e procedimentos aplicáveis, termos e condições de negociação, e a descrição do modo como a DCO notifica os seus membros de compensação e a forma como ocorre eventual oposição desses membros de compensação à uma decisão da DCO. No processo de análise de um pedido de registro de uma DCO, a CFTC avalia ao menos cinco fatores essenciais, quais sejam:

> *(i) The existence of significant outstanding notional exposures, trading liquidity, and adequate pricing data;*
> *(ii) The availability of rule framework, capacity, operational expertise and resources, and credit support infrastructure to clear the contract on terms that are consistent with the material terms and trading conventions on which the contract is then traded;*
> *(iii) The effect on the mitigation of systemic risk, taking into account the size of the market for such contract and the resources of the DCO available to clear the contract;*
> *(iv) The effect on competition, including appropriate fees and charges applied to clearing; and*
> (v) *The existence of reasonable legal certainty in the event of the insolvency of the relevant DCO or one or more of its clearing members with regard to the treatment of customer and swap counterparty positions, funds, and property*.[321]

[320] Conforme pronunciamento Disponível em: <http://www.cftc.gov/PressRoom/Events/opaevent_cftcdoddfrank071911.html>. Acesso em: 29 maio 2017.

[321] Cf. CEA Section 2(h)(2)(D) e SEA (1934) Section 3C(b)(4). De acordo com CEA Section 2(h)(1)(B) e SEA Section 3C(a)(2), "*the rules of a clearinghouse that clears swaps required to be cleared must provide for open access such that swaps with the same terms and conditions may be offset with each other within the clearinghouse, and the clearinghouse must provide for non-discriminatory clearing of a swap executed bilaterally or on or through the rules of an unaffiliated market, exchange, or execution facility.*".

5.10 REGRAS SEC (2012)

A SEC, por sua vez, em 28 de junho de 2012, emitiu sua regra final relativa ao seu processo de revisão dos procedimentos de obrigatoriedade de compensação e liquidação de *security-based swaps* e o processo de registro exigido dos *clearing agents*. De acordo com essas regras, existe a estrutura a ser seguida para identificação de quais *security-based swaps* devem ser compensados e liquidados por meio de contraparte central nos termos do *Title VII* do Dodd-Frank Act. Ademais, essas regras também dizem respeito à submissão desses *security-based swaps* a uma DCO.

Por fim, essas regras da SEC identificam os requisitos a serem seguidos por uma *clearing agency* considerada como *systemically important*. Essas regras foram aprovadas em 15 de dezembro de 2010[322].

5.11 SECTION 722 DO DODD-FRANK ACT: JURISDIÇÕES RELEVANTES

Na *Section 722(d)* do Dodd-Frank Act modificou o *Commodity Exchange Act* (CEA) na medida em que adicionou a esse último a *Section 2(i)*, a qual extende e simultaneamente limita a abrangência das regras norte-americanas sob a supervisão de suas autoridades competentes, quais sejam a CFTC e a SE.

De acordo com referida regra, as previsões referentes a swap também se aplicam para atividades transfronteiriças quando determinadas condições ocorrem, quais sejam: quando essas atividades tem uma "*direct and significant connection with actitivies in, or effect on, commerce of the United States*" ou quando estão em sentido contrário às regras da CFTC ou da SEC.

De uma forma, essa seçao do Dodd-Frank Act abre espaço para a atuação da CFTC e da SEC como se estivesse fora do território norte-americano, uma vez que essas operações tenham conexões com os Estados Unidos da América. Por outro lado, existe certo limite de

---

[322] Ver *Process for Submissions for Review of Security-Based Swaps for Mandatory Clearing and Notice Filing Requirements for Clearing Agencies; Technical Amendments to Rule 19b-4 and Form 19b-4 Applicable to All Self-Regulatory Organizations, 75 Fed. Reg. 82490 (December 30, 1010)*. Disponível em: <http://sec.gov/rules/proposed/2010/34-63557fr.pdf>. Acesso em: 2 jun. 2017. Ver também *Exemptions for Security-Based Swaps Issued by Certain Clearing Agencies, 76 Fed. Reg. 34920 (June 15, 2011)*. Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/proposed/2011/33-9222fr.pdf>. Acesso em: 2 jun. 2017. *Extension of Temporary Exemptions for Eligible Credit Default Swaps to Facilitate Operation of Central Counterparties to Clear and Settle Credit Default Swaps, 76 Fed. Reg. 40223 (July 8, 2011) (final temporary rules)*. Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9063fr.pdf>. Acesso em: 2 jun. 2017. E *Exemptions for Security-Based Swaps, 76 Fed. Reg. 40605 (July 11, 2011) (interim final rules)*. Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/interim/2011/33-9231fr.pdf>. Acesso em: 2 jun. 2017.

atuação para esses reguladores, já que o efetivo impacto das operações deve ocorrer nos mercados norte-americanos. Portanto, os novos requerimentos aplicáveis a instituições norte-americanas (e a *swap dealers*) e a operações envolvendo *swaps* realizadas fora dos Estados Unidos da América são também aplicáveis a essas instituições e a suas atividades estabelecidas fora do território norte-americano. Em outras palavras, para deixar claro, a aplicação de exigências regulatórias para operações de swaps envolvendo aplicações transfronteiriças, a CFTC publicou, em Julho de 2012, uma proposta em relação a "*cross-border application of the swaps provisions of the CEA*", a qual foi publicada em divulgada em 31 de maio de 2016[323].

A dificuldade para atingir complete harmonização entre as jurisdições está reconhecida nessa proposta e, consequentemente, nas regras da CFTC para operações transfronteiriças, bem como nas regras da SEC correspondentes, as quais estabelecem alguns mecanismos, ferramentas e critérios de comparabilidade com a finalidade de levar em consideração diferentes estruturas regulatórias.[324] A aplicabilidade da avaliação de forma comparativa da harmonização de regras de duas ou mais jurisdições depende de quatro elementos principais: (i) a localização onde a contraparte está domiciliada; (ii) a relação formal existente entre a entidade considerada não estabelecida nos EUA e aquela estabelecida nos EUA (cf. critérios da legislação norte-americana); (iii) o lugar onde o swap é celebrado e onde ele é executado; (iv) a origem das garantias. Em relação a esse último item, poderia ser acrescentado à oritem das garantias, o local de seu depósito e quem a depositou. Ademais, a regra da CFTC para *substitute compliance*, de acordo com o relatório da Anbima, para que seja viável a sua implementação, depende de uma análise detalhada sobre cada regra em vigor em cada um dos países com base em cada objetivo específico a ser perquerido pelas regras da CFTC. As regras da CFTC publicada não endereçaram as preocupações para harmonização regulatória[325].

---

[323] Cf. <http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/Rulemakings/Cross-BorderApplicationofSwapsProvisions/index.htm>. Acesso em 28 ago. 2017.

[324] Em relatório da Ambina, esse tratamento chama-se *substitute compliance*. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/data/files/F2/66/33/96/371085106351AF7569A80AC2/GTRI_arquivo_Position_Paper_QCCPs_final_EN_GTRI_20140609_1_.pdf>. Acesso em: 28/ ago. 2017. De acordo com o relatório: "The concept of substituted compliance is related to a specific approach to treat regulatory discrepancies between distinct jurisdictions."

[325] Ibid.

6 CARATERÍSTICAS DO MERCADO FINANCEIRO DA AUSTRÁLIA: ANÁLISE ESPECÍFICA DA OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO QUE ATUE COMO CONTRAPARTE CENTRAL PARA O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO

Na Austrália, em 4 de abril de 2016, entraram em vigor as novas regras aplicáveis à compensação e liquidação de derivativos OTC por meio de contraparte central quando, sobretudo, os maiores bancos australianos são uma de suas contrapartes, marcando, assim, a implementação, pela Austrália, das imposições realizadas pelo G20 em sua segunda fase, ou seja, em relação à reforma dos derivativos OTC[326].

6.1 CONTEXTO REGULATÓRIO INTERNACIONAL

Na Cúpula de Pittsburgh ocorrida em 2009 do Grupo dos Vinte (G20), o governo australiano se juntou a outras jurisdições para se comprometer com reformas substanciais nas práticas ocorridas nos mercados de derivativos de balcão (OTC). Três dos principais compromissos do G20 para derivativos OTC foram: reporte de todas as operações de derivados OTC para repositórios de transações (TR); compensação e liquidação de todos os derivados OTC padronizados por meio de contrapartes centrais; e execução de todos os derivados OTC padronizados em bolsas de valores, mercadorias e futuros ou plataformas de negociação eletrônica, conforme o caso. Os objetivos gerais das reformas de derivados OTC são: melhorar a transparência das informações de transações disponíveis para as autoridades

[326] Ver ASIC, Central clearing of OTC derivatives. Disponível em: <http://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/otc-derivatives-reform/central-clearing-of-otc-derivatives/>. Acesso em: 5 jun. 2017 e a página do website da ASIC destinado especificamente à reforma do mercado de derivativos OTC na Austrália Disponível em: <http://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/otc-derivatives-reform/>. Acesso em: 5 jun. 2017. De acordo com a ASIC, a nova regra tem como base (i) a determinação Ministerial emitida em Agosto de 2015 que impôs uma obrigação de compensação e liquidação centralizada para derivativos baseados em taxas de juros e variação cambial determinadas por dólares australianos e moedas dos países do G4 e (ii) as regulamentações criadas em Setembro de 2015 que estabeleceram altos níveis de parâmetros para o regime de compensação e liquidação centralizado obrigatório. A implementação das regras de reforma para o mercado de derivativos OTC estabelecida pelo G20 foi realizada em diferentes fases: (i) a primeira fase estava relacionada à obrigação de reporte ou informação das negociações envolvendo derivativos OTC, a qual, na Austrália começou em Julho de 2013 e foi considerada completa quando se iniciou para determinadas empresas a partir de 4 de dezembro de 2015; e (ii) a segunda fase estava relacionada à obrigação de compensação e liquidação de forma centralizada de obrigações decorrentes de operações envolvendo derivativos OTC.

relevantes e para o público; promover a estabilidade financeira; e apoiar a identificação e prevenção do abuso de mercado. Esses compromissos visam trazer transparência para esses mercados e melhorar as práticas de gerenciamento de risco. As mudanças propostas pelas novas regras australianas fornecem essa estrutura para a regulamentação de reporte de operações, compensação e liquidação de derivativos, e execução de negociação de derivados OTC.

6.2 REAÇÃO AUSTRALIANA PARA AS RECOMENDAÇÕES DO G20: A ALTERAÇÃO LEGISLATIVA E CRIAÇÃO DA NOVA REGRA

A resposta para o compromisso acordado pela Austrália em relação à cúpula do G20 de 2009 foi alteração de seu quadro legislativo para implementar essas reformas, o que começou em janeiro de 2013, quando a nova Parte 7.5A do Corporations Act 2001 entrou em vigor. Nos termos da Parte 7.5A, o Ministro tem o poder de impor a certas classes de derivativos a sua sujeição à competência da ASIC para exigir o obrigatório reporte de transações para um repositório de transações (TR) de derivativos, compensação e liquidação obrigatória por contraparte central e execução obrigatória em plataforma de negociação. A decisão do Ministro que prescreve uma classe de derivativos no âmbito do quadro foi baseada na recomendação do Conselho de Reguladores Financeiros (o original em inglês *The Australian Council of Financial Regulators* - ACFR), o qual é composto pela ASIC, pelo *Reserve Bank of Australia* e pela *Australian Prudential Regulation Authority*.

Se as condições estabelecidas na regra se aplicarem em determinado caso concreto, a compensação e liquidação de derivativos OTC devem ser realizadas por contraparte central licenciada ou determinada pela autoridade competente australiana. Ademais, as novas regras australianas possuem disposição no sentido de *compliance* em relação a regras semelhantes emitidas fora do território australiano (i.e., do original em inglês "*substituted compliance*" ou "*sufficient equivalence determinations by foreign regulators*"), o que, de acordo a ASIC, faz com que auxilie na busca de substancial redução de custos para participantes da Austrália e facilite o acesso aos mercados globais por participantes e infraestruturas da Austrália[327]. O

[327] Cf. ASIC *press release* Disponível em: <http://asic.gov.au/about-asic/media-centre/find-a-media-release/2015-releases/15-381mr-asic-implements-clearing-regime-in-australia-for-otc-derivatives/>. Acesso em: 5 jun. 2017.

descumprimento de referidas regras pode vir a resultar na aplicação de penas civis, que podem chegar a AUD 180,000 (centro e oitenta mil dólares australianos)[328].

A nova regra australiana, qual seja, a *ASIC Derivative Transaction Rules (Clearing) 2015*[329], entrou em vigor no dia seguinte ao dia de seu registro no *Federal Register of Legislative Instruments*, o que ocorreu no dia 11 de dezembro de 2015. Sua elaboração se concluiu no dia 03 de dezembro de 2015 e foi elaborada e divulgada em 14 de dezembro de 2015 pela *Australian Securities and Investments Commission - ASIC*[330], sob a competência que lhe é conferida pela *Section 901A* do *Corporations Act 2001*[331], após extensa consulta realizada em 2014 para o projeto dessa regra[332]. Segundo a nova regra australiana, há expressa obrigação de compensar e liquidar derivativos OTC por meio de contraparte central e contém o regime para *substituted compliance* quando essa compensação e liquidação por realizada em outra jurisdição. Essas novas regras serão aplicadas para as operações envolvendo derivativos baseados em taxa de juros negociados, em ambiente não organizado, denominados em dólares australianos, dólares americanos, euros, libras esterlinas e yen

---

[328] A legislação australiana faz referência a um máximo de mil *penalty units* a ser aplicada a quem infringir as regras estipuladas para derivativos, cf. Section 901A(4) do *Corporations Act 2001*, razão pela qual as penalidades aplicadas conforme *ASIC Derivative Transaction Rules (Clearing) 2015* têm esse teto (i.e *$1,000 penalty units*, previstos nos itens 2.1.1, 2.1.6, 3.1.1, 3.1.2, 3.2.1 e 3.2.2). De acordo com a *Section 4AA of the Crimes Act 1914* (Disponível em: <https://www.legislation.gov.au/Details/C2016C01139> Acesso em: 5 jun. 2017), *penalty units* é utilizada para descrever o montante devido pela aplicação de multas sob as regras australianas chamadas de *Commonwealth laws*, incluindo, assim, as regras constantes da *ASIC Derivative Transaction Rules (Clearing) 2015*. As multas são calculadas pela multiplicação do valor de uma unidade de pena (i.e. uma *penalty unit*) pelo número de unidades de penas descritas na legislação. O valor de uma *penalty unit* consta da *Section 4AA of the Crimes Act 1914* como sendo de AUD 180 (cento e oitenta dólares), o qual é revisto a cada 3 (três) anos, sendo esse valor vigente até final de 2018.

[329] Disponível em: seu original em inglês em: <https://www.legislation.gov.au/Details/F2015L01960>. Acesso em: 5 jun. 2017.

[330] Cf. ASIC *press release* Disponível em: <http://asic.gov.au/about-asic/media-centre/find-a-media-release/2015-releases/15-381mr-asic-implements-clearing-regime-in-australia-for-otc-derivatives/>. Acesso em: 5 jun. 2017.

[331] Disponível em: <https://www.legislation.gov.au/Details/C2013C00605/Html/Volume_4#_Toc367969639>. Acesso em: 5 jun. 2017.

[332] Em relação à consulta realizada previamente à conclusão e divulgação das regras australianas e os correspondentes comentários submetidos à avaliação da ASIC, ver *Consultation Paper 231 Mandatory central clearing of OTC interest rate derivative transactions* disponível em: <http://www.asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/consultation-papers/cp-231-mandatory-central-clearing-of-otc-interest-rate-derivative-transactions/>. Acesso em: 6 jun. 2017, bem como sua divulgação *15-132MR ASIC Consults on Central Clearing Obligations for OTC Derivatives* Disponível em: <http://asic.gov.au/about-asic/media-centre/find-a-media-release/2015-releases/15-132mr-asic-consults-on-central-clearing-obligations-for-otc-derivatives/>. Acesso em: 6 jun. 2017. O relatório realizado após os comentários recebidos para referida consulta pode ser localizado em *REP 460 Response to submissions on Consultation Paper 231 Mandatory central clearing of OTC interest rate derivative transactions*, o qual está disponível em: <http://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/reports/rep-460-response-to-submissions-on-consultation-paper-231-mandatory-central-clearing-of-otc-interest-rate-derivative-transactions/>. Acesso em: 6 jun. 2017.

japonês (i.e. do original em inglês *OTC interest rate derivatives denominated in Australian dollars, US dollars, euros, British pounds and Japanese yen*), os quais assim foram escolhidos por se basearem nas moedas dos países que formam o G4, além da Austrália.

Essa obrigação de compensação é imposta na situação em que uma contraparte de um derivativo OTC é uma instituição bancária de depósito autorizada pela autoridade competente australiana (i.e. original em inglês *Australian authorized deposit-taking institution* ou abreviado *Australian ADI*, que possui sua definição descrita no *Banking Act 1959*[333]) – por exemplo, um banco –, ou é um detentor de uma licença para prestar serviços financeiros na Austrália, o qual possui exposição *notional* (i.e. a valor nocional) a um derivativo OTC igual ou maior a AUD100 billion (cem bilhões de dólares australianos)[334]. Como consta a seguir, essas entidades podem vir a se tornar entidades que prestam serviços de compensação e liquidação para facilitar o cumprimento da regra.

[333] Disponível em: <https://www.legislation.gov.au/Details/C2017C00067>. Acesso em: 5 jun. 2017.

[334] Cf. original em inglês do item 1.2.7 da *ASIC Derivative Transaction Rules (Clearing) 2015*: "*1.2.7 - Clearing Threshold - Financial Entity acting in its Personal Capacity - (1) If a Financial Entity holds total gross notional outstanding positions of AUD $100 billion or more in its Personal Capacity on each of two consecutive Calculation Dates, the entity meets the Clearing Threshold in its Personal Capacity from the date (Clearing Start Date) that is the first Monday after the immediately following Calculation Date. (2) If the Financial Entity meets the Clearing Threshold in its Personal Capacity, but does not hold total gross notional outstanding positions of AUD $100 billion or more in its Personal Capacity on each of two consecutive Calculation Dates, the Financial Entity ceases to meet the Clearing Threshold in its Personal Capacity on the day (Clearing End Date) after the second of those Calculation Dates. Financial Entity acting in a Representative Capacity. (3) If a Financial Entity holds total gross notional outstanding positions of AUD $100 billion or more in a Representative Capacity on each of two consecutive Calculation Dates, the Financial Entity meets the Clearing Threshold in that Representative Capacity from the date (Clearing Start Date) that is the first Monday after the immediately following Calculation Date. (4) If a Financial Entity meets the Clearing Threshold in a Representative Capacity, but does not hold total gross notional outstanding positions of AUD $100 billion or more in that Representative Capacity on each of two consecutive Calculation Dates, the Financial Entity ceases to meet the Clearing Threshold in that Representative Capacity on the day (Clearing End Date) after the second of those Calculation Dates. (5) Nothing in this Rule prevents a Financial Entity that has ceased to meet the Clearing Threshold in its Personal Capacity under subrule (2) or in a Representative Capacity under subrule (4) from meeting the Clearing Threshold in that capacity again under subrule (1) or (3). (6) This Rule applies for the purposes of these Rules and paragraph 7.5A.60(2)(b) of the Regulations. Note: For example, a Financial Entity that holds total gross notional outstanding positions of AUD $100 billion or more in a particular capacity as at both 30 September 2015 and 31 December 2015 meets the Clearing Threshold in that capacity from 4 April 2016. If the Financial Entity subsequently holds total gross notional outstanding positions of less than AUD $100 billion in that capacity on both 30 September 2016 and 31 December 2016, the Financial Entity will cease to meet the Clearing Threshold in that capacity on 1 January 2017.*".

Até 13 de maio de 2016, a ASIC listou, conforme consta abaixo, as notificações recebidas nos termos dos itens 1.2.8[335] e 3.1.1[336] da *ASIC Derivative Transaction Rules*

[335] Cf. original em ingles: "*1.2.8 - Opt In to become a Clearing Entity - (1) An entity may lodge a written notice (an Opt-In Notice) with ASIC setting out the following: (a) the name of the entity; (b) the entity's LEI or interim entity identifier or, if no LEI or interim entity identifier is available for the entity, a Designated Business Identifier or, if no Designated Business Identifier is available for the entity, a Business Identifier Code (BIC code); (c) which of the following capacities the entity is lodging the notice in: (i) its Personal Capacity; (ii) a Representative Capacity; (d) if the entity is lodging the notice in a Representative Capacity—the name of each scheme or trust to which the Representative Capacity relates and whether the scheme or trust was incorporated or formed in Australia or outside Australia; (e) the date (Clearing Start Date) on which the entity will commence being an Opt-In Clearing Entity in relation to each capacity in which it is lodging the notice, being a date not less than 30 days from the date the Opt-In Notice is lodged. (2) An entity that has lodged an Opt-In Notice under subrule (1) may withdraw the Opt-In Notice by lodging a written notice (Withdrawal Notice) with ASIC setting out the following: (a) the name of the entity; (b) the entity's LEI or interim entity identifier or, if no LEI or interim entity identifier is available for the entity, a Designated Business Identifier or, if no Designated Business Identifier is available for the entity, a Business Identifier Code (BIC code); (c) which of the following capacities the entity is lodging the notice in: (i) its Personal Capacity; (ii) a Representative Capacity; (d) if the entity is lodging the notice in a Representative Capacity—the name of each scheme or trust to which the Representative Capacity relates; (e) the date (Clearing End Date) on which the entity will cease being an Opt-In Clearing Entity in relation to each capacity in which it is lodging the notice, being a date not less than 30 days from the date the Withdrawal Notice is lodged. (3) ASIC may publish on its website any Opt-In Notice or a Withdrawal Notice given to it by an entity under this Rule. (4) If an entity lodges an Opt-In Notice with ASIC under subrule (1) in its Personal Capacity: (a) if the entity is incorporated or formed in Australia—it will be an Opt-In Australian Clearing Entity in its Personal Capacity from the Clearing Start Date; and Note: For the purposes of the Regulations, the entity will be an Australian clearing entity (as defined in subregulation 7.5A.61(1) of the Regulations) in relation to a Derivative Transaction to which it is party in its Personal Capacity: see paragraph 7.5A.61(1)(b) of the Regulations. (b) if the entity is incorporated or formed outside Australia—it will be an Opt-In Foreign Clearing Entity in its Personal Capacity from the Clearing Start Date. Note: For the purposes of the Regulations, the entity will be a foreign clearing entity (as defined in subregulation 7.5A.62(1) of the Regulations) in relation to a Derivative Transaction to which it is party in its Personal Capacity: see paragraph 7.5A.62(1)(c) of the Regulations. (5) If an entity lodges an Opt-In Notice with ASIC under subrule (1) in a Representative Capacity: (a) if the scheme or trust to which the Representative Capacity relates is incorporated or formed in Australia—the entity will be an Opt-In Australian Clearing Entity in that Representative Capacity from the Clearing Start Date; and (b) if the scheme or trust is incorporated or formed outside Australia—the entity will be an Opt-In Foreign Clearing Entity in that Representative Capacity from the Clearing Start Date. (6) If an entity lodges a Withdrawal Notice under subrule (2), the entity ceases to be an Opt-In Australian Clearing Entity or an Opt-In Foreign Clearing Entity (as the case may be) in relation to each capacity in which it lodges the notice from the Clearing End Date. (7) Nothing in this Rule affects whether an entity is a Clearing Entity under any other Rule. Note: An entity that has lodged an Opt-In Notice in accordance with this Rule will be required to comply with the applicable Clearing Requirements from the Clearing Start Date until the Clearing End Date.*".

[336] Cf. original em ingles: "Chapter 3 - Notifications and record keeping - Part 3.1 Notifications 3.1.1 Notification of Clearing Start Dates and Clearing End Dates (1) A Financial Entity that is incorporated or formed in Australia or outside Australia must notify ASIC of each Clearing Start Date and each Clearing End Date that applies to the entity under Rule 1.2.7. (2) A notification under subrule (1) must be in writing and must include the following information: (a) the name of the entity; (b) the entity's LEI or interim entity identifier or, if no LEI or interim entity identifier is available for the entity, a Designated Business Identifier, or if no Designated Business Identifier is available for the entity, a Business Identifier Code (BIC code); (c) whether the entity is giving the notification in its Personal Capacity or in a Representative Capacity; (d) if the entity is giving the notification in relation to a Representative Capacity—the name of each scheme or trust to which the Representative Capacity relates; (e) if the notification is of a Clearing Start Date—the Clearing Start Date and whether the entity will become an Australian Clearing Entity or a Foreign Clearing Entity on the Clearing Start Date; (f) if the notification is of a Clearing End Date—the Clearing End Date and whether the entity will cease to be an Australian Clearing Entity or a Foreign Clearing Entity on the Clearing End Date. (3) A notification under subrule (1) must be given to ASIC no later than: (a) if the notification is of a Clearing Start Date—30 days before the Clearing Start Date; and (b) if the notification

(Clearing) 2015: Australia New Zealand Banking Group; Bank of America, National Association; BNP Paribas; Citigroup Global Markets Limited; Citibank, National Association; Commonwealth Bank of Australia; Deutsche Bank AG; Goldman Sachs Financial Markets; The Hongkong and Shanghai Bank Corporation (HSBC); JP Morgan Chase Bank, N.A; Macquarie Bank Limited; Merrill Lynch International; Morgan Stanley & Co. International plc; National Australia Bank Limited; Nomura Financial Products & Services, Inc.; Nomura International plc; UBS AG; e Westpac Banking Corporation.[337]

Assim, salvo se uma exceção for aplicada, todas as operações que estiverem sujeitas a essa obrigação de compensação e liquidação por meio de contraparte central devem ser compensadas e liquidadas por meio de uma *clearing facility*, a qual nova, de acordo com as regras australianas, nas obrigações das contrapartes e se torna, assim, compradora de todos os vendedores e vendedora de todos os compradores. Para se tornar uma *clearing facility*, essa entidade deve ser licenciada (original em inglês *lisenced*), ou determinada (original em inglês *prescribed*) pela autoridade competente.

Em relação às determinações pela autoridade competente, a alteração realizada nas *Corporations Regulations 2001* em 8 de setembro de 2016 trouxe uma lista de empresas que obrigatoriamente devem ser consideradas uma *clearing facility*, independentemente do derivativo que compemsam ou liquidem, as quais estão estabelecidas na seção 7.5A.63 *Clearing requirements—prescribed facilities*, com a intenção de complementar o artigo 901A(7)(b) do Corporations Act 2001, quais sejam: CME Clearing Europe Limited; Eurex Clearing AG; Japan Securities Clearing Corporation; NASDAQ OMX Clearing AB; OTC Clearing Hong Kong Limited.[338]

A nova regra australiana cria uma série de exigências a serem observadas pelas entidades envolvidas a uma obrigação de compensação e liquidação por meio de contraparte central, incluindo a obrigação de manutenção, por 5 (cinco) anos, dos registros das operações envolvendo derivativos OTC e o cumprimento das regras estabelecidas na regulamentação australiana, devendo esses registros serem prontamente disponibilizados à ASIC, se essa fizer uma solicitação formal nesse sentido.

---

is of a Clearing End Date—30 days after the Clearing End Date. (4) ASIC may publish on its website any notification given to ASIC under this Rule. Penalty amount: 1,000 penalty units.".

[337] Todas essas notificações estão disponíveis em <http://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/otc-derivatives-reform/central-clearing-of-otc-derivatives/clearing-entity-notifications/>. Acesso em: 6 jun. 2017.

[338] Cf. *Corporations Amendment (Central Clearing and Single-Sided Reporting) Regulation 2015 - Select Legislative Instrument No. 157, 2015*, a qual se encontra disponível em: <https://www.legislation.gov.au/Details/F2015L01411>. Acesso em: 6 jun. 2017.

Outras entidades que não as listadas na legislação australiana poderiam ser consideradas elegíveis para o cumprimemento das referidas exigências caso essas se enquadrassem em dois tipos de entidades denominadas entidades de compensação australianas e entidades de compensação estrangeiras, conforme definido em detalhes nos regulamentos mencionados, sendo um elemento-chave das duas definições o fato de que elas tenham capturado atividades de derivativos cujo valor nocional dos derivativos envolvidos em seu valor bruto esteja acima do limite de US$ 100 bilhões.

6.3 BENEFÍCIOS DA IMPLEMENTAÇÃO DAS REGRAS AUSTRALIANAS

As grandes instituições financeiras que são capturadas pelas regras australianas são na verdade em grande parte já entidades que compensam e liquidam de forma centralizada as operações de derivados OTC que são propostas para estarem sujeitas à obrigação de compensação e liquidação centralizada. Uma das principais razões para a implementação das regras é o fato de que, como nas maiorias dos países acima mencionadas, os padrões de capital prudencial implementados globalmente seguindo exigências do Acordo de Basileia III tornam muito cara a realização de transações de forma não centralizada.

De acorco com a exposição de motivos da regra australiana, o principal benefício da implementação de uma obrigação de compensação e liquidação de forma centralizada de derivativos é o fato de essa permitir que as instituições financeiras reguladas pela Austrália compensem e liquidem suas transações transfronteiriças de derivados OTC, de acordo com as regras australianas, sob reserva de reconhecimento regulamentar apropriado (por exemplo, "*substitute compliance*") criado pelos reguladores estrangeiros, como visto acima, nas regras da CFTC. Sem uma regra australiana nesse sentido, as instituições financeiras reguladas pela Austrália não teriam escolha senão para de compensar e liquidar suas operações de derivativos de acordo com as regras estrangeiras aplicáveis à transação (inclusive quando as regras estrangeiras se aplicam às suas contrapartes apeans). A compensação de acordo com as regras australianas pode resultar em economias consideráveis nos custos de conformidade (i.e. *compliance*) das instituições financeiras australianas atuantes nos mercados globais de derivados OTC. Os regulamentos novos da Austrália, portanto, prescreveu que as entidades de compensação e liquidação australianas e estrangeiras envolvidas em transações transfronteiriças de derivados OTC com grandes instituições financeiras globais ficam sujeitas à obrigação de compensação e liquidação centralizada australiana. Essas instituições financeiras globais provavelmente estarão

sujeitas a uma obrigação de compensação e liquidação de forma centralizada no estrangeiro com a qual a contraparte regulada pela Austrália teria que cumprir se nenhuma obrigação australiana fosse aplicada.

6.4 PREVISÕES RELEVANTES DA LEGISLAÇÃO AUSTRALIANA

Seguem as principais disposições da legislação australiana sobre a reforma no mercado de derivativos que incluiu a obrigação de compensar e liquidar obrigações de contratos derivativos por meio de contraparte central para determinados instrumentos financeiros.

6.4.1 Conceito de swap

De acordo com a *ASIC Derivative Transaction Rules (Clearing) 2015*, o conceito de *basis swap* significa um swap no qual os pagamentos por uma "perna" são determinados por referência ou derivado de uma taxa flutuante e um valor nocional de principal e os pagamentos para a outra perna são determinados por referência ou derivado de uma taxa flutuante diferente e o mesmo valor nocional de principal[339].

6.4.2 Conceito de *Clearing Entity*

De acordo com o item 1.2.4., o conceito de *Clearing Entity* é descrito levando em consideração a localização geográfica das entidades que prestam os serviços de compensação e liquidação. Ou seja, se está na Austrália (Australian *Clearing Entity*) ou se está fora da Austrália (*Foreign Clearing Entity*).

Ademais, a entidades de compensação e liquidação é considerada Australiana (i.e. *Australian Clearing Entity*) se, em relação às operações de derivativos da qual a entidade que é parte é (A) uma instituição de depósito autorizada na Austrália ou se prestadora de serviços licenciada que (i) é incorporada e constituída na Austrália e (ii) se enquadra nos

[339] Tradução livre do original em inglês: "*(a) the payments for one leg are determined by reference to, or derived from, a floating rate and a notional principal amount; and (b) the payments for the other leg are determined by reference to, or derived from, a different floating rate and the same notional principal amount*".

limites de compensação e liquidação previstos na legislação correspondente ou se (B) é uma entidade que opta por ser considerada uma entidade australiana.

Ainda, uma entidade de compensação e liquidação é classificada se considerada sua representatividade, isto é, se usa de um *trust* ou um *scheme* para ser constituída ou estabelecida na Austrália.

Por sua vez, uma entidade de compesação e liquidação é considerada estrangeira (i.e. *Foreign Clearing Entity*) se, por sua capacidade pessoal ou por meio de um representante seja constituída fora da Austrália ou tenham os limites estabelecidos para tanto ou, ainda opte por ser considerada uma entidade estrangeira, levando em consideração a legislação específica.

Ademais, cabe mencionar que na Austrália, existem as chamadas *Prescribed Clearing Services Facility* e *Licensed Clearing Services Facility*. Quando a legislação australiana foi promulgada e entrou em vigor, algumas entidades já cumpriam com os requisitos previstos nessa legislação e, por deliberação das autoridades australianas, deveriam perpetuar em suas atividades, razão pela qual, imediata e automaticamente recebem a classificação de autorizadas (ie *Prescribed Clearing Services Facility*). As demais entidades que tiverem interesse em atuar nessas atividades, devem realizar solicitação formal para a ASIC e demonstrar o cumprimento dos requisitos regulatórios.

6.4.3 Alterações no *Corporations Regulations* 2001

Em 2 e 8 de setembro de 2015, as *Corporations Regulations 2001*[340] – que são elaboradas com base no *Corporations Act 2001* e, dessa forma, o complementam – foram alteradas para implementar a compensação e liquidação por contraparte central para determinadas classes de derivativos OTC baseados em taxas de juros e variação cambial (do original em inglês *OTC interest and foreign rate derivatives*)[341]. As alterações de 8 de setembro limitaram o efeito da obrigação de compensação e liquidação por meio de contraparte central apenas para um número pequeno dos maiores bancos nacionais e internacionais que operam na Austrália como intermediários do mercado de derivativos

[340] Disponível em: <https://www.legislation.gov.au/Series/F2001B00274>. Acesso em: 6 jun. 2017.

[341] Os instrumentos legais oficiais contendo referidas alterações são *Corporations Amendment (Central Clearing and Single-Sided Reporting) Regulation 2015 - Select Legislative Instrument No. 157, 2015* e *Corporations (Derivatives) Amendment Determination 2015 (No. 1)*, os quais se encontram disponíveis, respectivamente, em|: <https://www.legislation.gov.au/Details/F2015L01411> e <https://www.legislation.gov.au/Details/F2015L01392>. Acesso em: 6 jun. 2017.

OTC. As pequenas instituições financeiras e todas as empresas e usuários individuais desse mercado não foram afetados. A alteração de 2 de setembro de 2015, por sua vez, foi realizada por determinação Ministerial, a qual identificou os produtos que estariam sob o escopo da obrigação de compensação e liquidação por meio de contraparte central, quais sejam os derivativos baseados em taxas de juros e variação cambial denominados em dólares australianos e as moedas dos países do G4, isto é, dólares americanos, euros, libras esterlinas e yen japonês[342].

6.4.4 Conceito de mercado de derivativos OTC

Para a regulação australiana, o mercado de derivativos OTC é definido como sendo aquele mercado no qual são registrados ou negociados OTC derivatives, o qual é definido como sendo: "*derivative (within the meaning of section 761D of the* Corporations Act 2001 *(Corporations Act)) that is prescribed by the Minister under section 901B (the Ministerial determination) that is not traded (1) on a financial market that is: subject to ASIC supervision under Part 7.2A of the Corporations Act (e.g. ASX), registered by the US Commodity Futures Trading Commission (CFTC) as a 'designated contract market' under s5h of the* Commodity Exchange Act 1936 *(US), or a 'regulated market' as defined in Article 4(1)(21) of the Markets in Financial Instruments Directive 2014/65/EU, or (2) on certain foreign markets (regulated foreign markets) that ASIC has determined under Rule 1.2.4(3) (Reporting) are subject to sufficiently equivalent requirements and supervision, in terms of market transparency and integrity, to those applying to markets supervised under Part 7.2A, 'designated contract markets' or 'regulated markets'.*"[343]

[342] Cf. item 5 do *Corporations (Derivatives) Amendment Determination 2015 (No. 1)*, o qual se encontra disponível em: <https://www.legislation.gov.au/Details/F2015L01392>. Acesso em: 6 jun. 2017 "*5. Derivatives for which rules may impose clearing requirements - (1) This section: (a) determines the classes of derivatives in relation to which clearing requirements may be imposed; and (b) is made for subsection 901B(2) of the Corporations Act 2001 (2) The classes of derivatives determined for that subsection are interest rate derivatives denominated in any of the following currencies: (a) Australian dollars; (b) US dollars; (c) euros; (d) British pounds; (e) Japanese yen.*".

[343] Cf. <http://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/otc-derivatives-reform/frequently-asked-questions/#faq1>. Acesso em: 28 ago. 2017.

7 ANÁLISE COMPARADA DOS ARCABOUÇOS JURÍDICOS DO BRASIL, DA UNIÃO EUROPEIA, DOS ESTADOS UNIDOS E DA AUSTRÁLIA EM RELAÇÃO À OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO QUE ATUE COMO CONTRAPARTE CENTRAL PARA O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO

O foco dessa análise comparada é demonstrar que há de fato uma equivalência e harmonização entre as regras dessas quatro jurisdições em todos os sentidos avaliados, ou seja, do ponto de vista do conceito de contrato de derivativos, do conceito de câmara de compensação e liquidação e da obrigação de utilizadao de uma câmara de compensação e liquidação para o mercado de derivativos de balcão. Esses três elementos formam a base da análise realizada nesse estudo.

7.1 CONCEITO DE CONTRATO DERIVATIVO E MERCADOS REGULAMENTADOS

Cabe, nesse momento, esclarecer os conceitos utilizados no Brasil e no EMIR para contrato derivativo OTC e indicar as semelhanças e diferenças entre as duas jurisdições. Apesar de o conceito de derivativos serem considerados semelhantes em todos os países do mundo, há algumas particulariedades que precisam ser expostas para que haja o exato entendimento de seu conceito para as jurisdições analisadas e, assim, verificar quais contratos são abrangidos por cada uma das jurisdições estudadas. As discussões realizadas abaixo, porém, foram concentradas nos pontos que, de fato, merecem destaque, pois os demais passam despercebidos e sua harmonização e equivalência se demonstram pela simples leitura normativa, sendo de mais fáceil compreensão.

O EMIR conceitua o contrato OTC como sendo um contrato cuja execução não ocorre em um mercado regulado, ou seja, um mercado no qual não haja um sistema multilateral administrado por uma instituição do mercado, seja esse mercado localizado na Europa ou em um país não pertencente à União Europeia, desde que esse último seja equivalente às regras aplicáveis da Europa.

Na legislação brasileira, o conceito de mercado regulamentado está previsto na Instrução CVM n. 461, de 23 de outubro de 2007[344], 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 mercados de balcão organizado. No artigo 2º da Instrução CVM n. 461, os mercados regulamentados de valores mobiliários compreendem os mercados organizados de bolsa e de balcão e o mercado de balcão não organizado, sendo, conforme artigo 3º dessa Instrução, considerado o mercado organizado de valores mobiliários como o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros.

O parágrafo 1º do artigo 2º da Instrução CVM n. 461 traz expressamente as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros e os mercados de balcão organizado como sendo mercados organizados de valores mobiliários, devendo esses ser administrados por entidades administradoras autorizadas pela CVM (complemento feito pelo parágrafo 2º do artigo 2º da citada Instrução).

O mercado de derivativos OTC descrito no EMIR e correspondente regulamentação se assemelha, portanto, ao que no Brasil se chama, de acordo com a regulamentação brasileira, (i) mercado de balcão organizado, no que se refere exclusivamente ao registro de operações previamente realizadas (artigo 92, inciso III, da ICVM 461)[345] e (ii) mercado de balcão não organizado (artigo 4º da Instrução CVM n. 461), no qual a negociação de valores mobiliários é intervinda, como intermediário, por integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do artigo 15 da Lei n. 6.385 (i.e. as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários como agentes da companhia emissora ou por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão), sem que o negócio seja

[344] Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst461.html>. Acesso em: 26 maio 2017.

[345] Ver, com complemento, os artigos 98 e 99 da Instrução CVM n. 461, cuja redação segue: "Subseção II - Sistemas de Registro - Art. 98. As regras e procedimentos do mercado de balcão organizado que funcione como sistema de registro devem permitir à entidade administradora identificar e coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários. Art. 99. Os registros de operações previamente realizadas devem ser feitos por meio de sistemas ou com a adoção de procedimentos que propiciem adequada informação sobre os preços das transações realizadas, inclusive quanto a sua eventual discrepância em relação a padrões de negócios similares, sendo permitida a recusa de registro de negócios discrepantes.".

realizado ou registrado em mercado organizado que atenda a definição indicada acima (artigo 3º da Instrução CVM n. 461).

Ademais, considera-se também de balcão não organizado, a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.

Importante também mencionar que na legislação brasileira os conceitos de mercados de bolsa e de balcão organizados se diferenciam, conforme consta das disposições dos artigos 65 e 92, complementados pelo artigo 5º, todos da Instrução CVM n. 461. De acordo com o artigo 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", sendo "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".

Logo, nos termos do artigo 65 da Instrução CVM n. 461, consideram-se mercados de bolsa aqueles que: I – funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; ou II – permitem a execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda, desde que:

a) a atuação do formador de mercado seja regulada pela bolsa, nos termos da regulamentação específica da CVM para formadores de mercado, e fiscalizada pelo Departamento de Auto-Regulação;
b) a regulação da bolsa preveja limites máximos para a diferença entre os preços de compra e de venda ofertados pelo formador de mercado; e

c) seja admitida a interferência de outras pessoas autorizadas a operar no intervalo entre as ofertas de compra e de venda, desde que para a quantidade total daquele negócio.

O sistema é considerado centralizado e multilateral quando todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas a aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema.

Nos termos do artigo 92 da Instrução CVM n. 461, o mercado de balcão organizado, por sua vez, poderá operar por uma ou mais das seguintes formas:

I. como sistema centralizado e multilateral de negociação, definido nos termos do parágrafo único do art. 65, e que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários;
II. por meio da execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda;
III. por meio do registro de operações previamente realizadas.

Em relação ao item III, a autorização para o mercado de balcão organizado operar por meio do registro de operações previamente realizadas, ou para prestar outros serviços de registro de valores mobiliários (ie conforme inciso V do art. 13) tem o mesmo valor que a autorização para a prestação dos serviços referida no §4º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, e no art. 28 da Lei nº 12.810, de 2013, qual seja: (1) 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 como condição de validade dos contratos derivativos; e (2) o registro de ativos financeiros e de valores mobiliários, que compreende a escrituração, o armazenamento e a publicidade de informações referentes a transações financeiras, ressalvados os sigilos legais (desde que em sistemas autorizados pela CVM e BCB).

A Instrução CVM nº 544, de 20 de dezembro de 2013, equiparo, portanto, o registro de contratos derivativos como condição de sua validade todos os registros realizados seja em câmaras ou prestadores de serviços de compensação, de liquidação e de registro, em ambiente de registro de operações previamente realizadas administrado por entidade administradora de mercado de balcão organizado ou, ainda, em qualquer sistema de registro de derivativos que compreenda a sua escrituração, armazenamento e publicidade, desde que sejam autorizados pela CVM e pelo BCB.

Cabe ressaltar, ainda, que em mercados de balcão organizado, a negociação ou o registro de operações previamente realizadas pode ocorrer sem a participação direta de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, desde que neste caso, nos termos previstos no regulamento, a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora do mercado de balcão organizado, ou, alternativamente, seja realizada diretamente entre as partes da operação (art. 93, da ICVM 461).

Verifica-se, portanto, uma semelhança do conceito de derivativos OTC da legislação europeia com o conceito de derivativos negociados no mercado de balcão não organizado da legislação brasileira, ou seja, aqueles cuja negociação não tenha sido realizada ou registrada em um mercado organizado.

O conceito de derivativo do mercado de balcão organizado previsto na Instrução CVM n. 461 não tem correlação com o conceito de derivativo OTC previsto na legislação europeia. Falar que um derivativo OTC previsto na legislação europeia é igual a um derivativo, simplesmente, do mercado de balcão está tecnicamente errado. Deve-se fazer comparação a um derivativo de um mercado de balcão não organizado. Esse erro tem potencial decorrência do fato de a legislação brasileira trazer o conceito de um mercado de balcão não organizado para debaixo do guarda chuva do conceito de mercados regulamentados e, assim, pode haver a confusão entre conceitos de *regulated markets* e esse mercado regulamentado, quando, na verdade, o conceito de *regulated markets* está mais semelhante aos mercados organizados, que compreendem os mercados de bolsa e de balcão organizados, nos quais sempre a negociação é realizada ou registrada em um mercado organizado, diferentemente de um mercado não organizado e de um mercado OTC típido europeu (e também norte-americano), onde seus ativos, incluindo o derivativo, não são realizados ou registrados em um mercado organizado.

Feito esse esclarecimento, podemos avançar para a análise comparativa da obrigação de utilização de uma CCP para compensação e liquidação de contratos derivativos. Na Europa, existe a obrigação regulatória prevista no EMIR apenas para os derivativos OTC e, no Brasil, conforme se verifica da combinação do parágrafo 4º do artigo 2º da Lei n. 6.385 com o inciso I do artigo 8º da Resolução CMN n. 2.882, todos os contratos derivativos devem ser registrados em uma câmara ou em um prestador de serviços de compensação e liquidação e suas obrigações extintas por meio de contraparte central, em um ambiente de registro de operações previamente realizadas administrado por uma entidade administradora de mercado de balcão organizado ou em um sistema que compreende a escrituração,

armazenamento e publicicadade das informações relativas e esses contratos derivativos. Resta-se necessário verificar, portanto, as condições que classificam os contratos derivativos OTC da legislação europeia como sendo de compensação e liquidação obrigatórias por meio de um CCP e avaliar a sua abrangência.

A prática e a cultura dos mercados de contratos derivativos do Brasil e da Europa são um pouco diferentes no sentido que no Brasil há mais tempo se verifica uma prática conservadora de realização ou de registro dos contratos derivativos em mercados organizados. A falta de transparência que se verificou na Europa e está prevista na exposição de motivos do EMIR, não ocorreu de forma tão acentuada no Brasil. E, essa mesma discussão realizada acima para o mercado europeu cabe para os Estados Unidos[346].

7.2 APROVAÇÃO PRÉVIA DA CVM DOS CONTRATOS DERIVATIVOS PADRONIZADOS

Em relação aos Estados Unidos, caber mencionar ainda a diferença existente entre as regras da CVM e da CFTC e SEC para os derivativos padronizados. Enquanto a Instrução CVM n. 467/2008 exige a aprovação pela CVM de todos os contratos derivativos que forem negociados em um mercado organizados, observada a necessidade de manifestação do BCB, conforme o caso, nos Estados Unidos, não há essa abrangência regulatória e cada contrato deve ser avaliado individualmente, levando em consideração a regulação aplicada para cada produto[347].

Essa distinção que existe entre o foco regulatório na atividade de registro presente na jurisdição brasileira e o foco regulatório do desenvolvimento do produto na legislação norte-americana é importante. Enquanto que no Brasil há uma generalização de registro para todos os contratos derivativos e a obrigação de compensação e liquidação por meio de contraparte central é facultativa para contratos derivativos não padronizados, nos Estados Unidos cada contrato é avaliado caso a caso de forma a ter regulamentação específica para cada um deles.

O operador do direito que atua nas três jurisdições mencionadas tem nas mãos diferentes regulações a serem seguidas e diferentes perspectivas de análise para identificar quais contratos derivativos devem ou não passar por um registro e depois ter que serem compensados e liquidados por contraparte central garantidora. Apesar dos avanços nas

[346] Ver SEC and CFTC, “Joint Report”, p. 60.
[347] Ibid., p. 57.

equivalências e padronizações internacionais relativas à matéria, ainda fica difícil falar em um cenário ideal.

7.3 REGULAÇÃO APLICADA ÀS CONTRAPATES CENTRAIS

De todos os pontos avaliados, a regulação aplicada às contrapartes centrais é aquele que mais se padroniza no âmbito internacional e que demonstra claramente como a cooperação internacional é eficaz e traz benefícios a todo o mercado. As câmaras de compensação e liquidação possuem uma atividade muito semelhante na maioria dos mercados financeiros e seguem regulamentações muito parecidas. Para se manter no mercado relevante internacional, as câmaras de compensação e liquidação tiveram que se adaptar desde 2012 aos princípios aplicados às infraestruturas de mercado (ie CPMI-IOSCO PFMI, 2012) e às exigências *casadas* de *substitute compliance* (ie equivalência jurídica de cumprimento de legislações e regulamentações em diferentes jurisdições). Dessa forma, desde ao acesso aos participantes à compensação e liquidação das operações cursadas em âmbito de uma câmara de compensação e liquidação, todas as operações e funcionamento das câmaras de compensação e liquidação seguem o mesmo padrão e podem ser consideradas seguras o suficiente para perpertuar a estabilidade financeira e o desenvolvimento econômico mundial. Assim se vê demonstrado das análises realizadas para as jurisdições do Brasil, EUA, União Europeia e Austrália.

As diferenças entre as jurisdições ainda são barreiras a serem vencidas para o melhor desenvolvimento dos mercados de derivativos que são registrados e negociados no mercado de balcão como, por exemplo, a forma de constituição de direitos reais, a execução de garantias, os procedimentos de insolvência, as características típicas de *common law* e *civil law*, mas em termos regulatórios e arranjos privados celebrados entre os participantes desse mercado, o avanço da padronização, até hoje, comparadas as jurisdições estudadas, é bastante significativo.

8 DIREITO REGULATÓRIO INTERNACIONAL E OS ARCABOUÇOS JURÍDICOS NACIONAIS E REGIONAIS EM RELAÇÃO À OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO QUE ATUE COMO CONTRAPARTE CENTRAL PARA O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO

O direito regulatório internacional é o guia principiológico para as legislações nacionais e regionais, seja para o mercado de derivativos de balcão como para outros temas relacionados com um mercado que apresenta características globais. Em outras palavras, o direito regulatório internacional está baseado na criação de documentos padronizados únicos ou unificados, os quais contêm regras, princípios e recomendações, que devem ser seguidos e implementados de forma semelhante pelos países ao redor do mundo, sobretudo aqueles relacionados às principais economias mundiais. Os instrumentos únicos criados pelo direito regulatório internacional geram o que se chama de uniformização do direito regulatório internacional. E a criação de regras semelhantes por cada um dos países se chama de harmonização de regras nacionais ou regionais. Assim, a uniformização do direito regulatório internacional se apresenta como um modelo a ser seguido de forma harmônica pelas reformas regulatórias dos países em si e pela criação de novas regras para todos os temas que se relacionam com o mercado financeito e a econômica mundial, sendo um modelo a ser seguido o caso da reforma das regras aplicáveis ao mercado de derivativos de balcão. Em muitos casos, portanto, assim como ocorreu com o mercado de derivativos de balcão, a criação de instrumentos condutores pelo FSB, BIS e IOSCO é fundamental para a sua posterior internalização e consequente formulação de regras semelhantes.

A formulação de regras e princípios uniformizados no âmbito internacional e a criação de normativos harmonizados no âmbito local demonstraram, pelos exemplos analisados acima, não ser fáceis, rápidas, simples, tambouco envolvendo apenas poucos elementos e participantes. Pelo contrário, exigem cooperação internacional em todos os níveis do mercado envolvido. Para se chegar ao patamar regulatório que se tem hoje em relação às regras dos mercados de derivativos de balcão foram necessários muitos esforços de chefes de Estados, autoridades regulatórias nacionais e internacionais e participantes desse mercado, bem como demorou anos, com muitas reuniões, discussões e negociações com trocas e mais trocas de documentos. Basta levar em consideração o número de membros

do FBS e seus chefes de Estados, somar o número de autoridades regulatórias de cada um desses países e a quantidade de assessores, consultores, advogados, economistas, contadores para cada uma dessas entidades e países, além dos executivos e representantes legais de cada um dos participantes envolvidos na elaboração dessas regras. Multiplica-se a todas essas pessoas envolvidas os interesses individuais, comerciais e políticos de cada Estado e entidade que participa desse mercado, bem como as regras já existentes para cada Estado e entidade e as barreiras econômicas que contam como histórico para se iniciarem essas negociações.

O que gera, entretanto, a motivação para a dedicação de tanto esforço para gerar regras uniformizadas em âmbito internacional e harmonizadas na perspectiva local? A razão é essencialmente a necessidade de, em um cenário pós-crise financeira mundial, alcançar um sistema financeiro seguro, simples e justo, que permita suportar um mercado livre e aberto com crescimento inclusivo, mitigando riscos de crédito, operacional e sistêmico, diminuindo os custos envolvidos na elaboração dos negócios e aumentando, assim, a eficiência do mercado.[348] Propósito esse que embora sempre tenha existido não foi suficiente para evitar a catastrófica crise vivenciada a partir de 2007 porque antes da crise não se tinha clara a necessidade de uma cooperação internacional com o fim de alcançar regras a serem aplicadas no âmbito internacional de forma unificada e aplicada nos países nacionais de forma harmonizada no que se refere ao mercado financeiro, envolvendo interesses comuns de todos os participantes dos mercados. Os ganhos, portanto, de uma consistência regulatória em nível global é muito importante para um mercado com características globais. Infelizmente, precisou-se de uma crise generalizada para que o mundo tivesse consciência dessa importância e espera-se que não haja líderes mundiais que rompa esse foco unificado e harmonizado de criação adequada de regras, a medida que endereça interesses individuais em descaso para as necessidades sociais e econômicas mundiais. A fragmentação seria muito prejudicial para desenvolvimento econômico mundial e da saúde do sistema financeiro mundial, ainda mais quando estão surgindo novas tecnologias (ie *blockchain*) e produtos inovadores relacionados ao mercado financeiro (eg moedas criptografadas).

A didática escolhida para desenvolvimento do tema *direito regulatório internacional*, portanto, passou por uma necessidade de simplificação terminológica, caso

---

[348] ANDRESEN, Svein. Secretary General, Financial Stability Board – FSB. Reforming derivatives markets: a stocktake. *ISDA Annual General Meeting*, n. 10, p. 2-3, May 2017. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Andresen-ISDA-Reforming-derivatves-markets-a-stocktake.pdf>. Acesso em: 29 ago. 2017.

contrário, para falar de um tema multidisciplinar com diferentes terminologias. O tema central da tese em desenvolvimento poderia ser tratado por qualquer uma das tradicionais ramificações que o direito apresenta – isto é, poderia vir a ser estudado pelos direitos: contratual privado nacional, contratual privado transnacional, contratual privado internacional, regulatório nacional, regulatório internacional, regulatório *transgovernamental*, regulatório supranacional, autorregulatório nacional, autorregulatório internacional, todavia, a intenção de se utilizar uma terminologia única está no sentido de facilitar o estudo da formulação da obrigação de utilização de contraparte central para compensação e liquidação de obrigações decorrentes de operações envolvendo contratos derivativos do mercado de balcão, o que é apenas um exemplo para todas as outras obrigações criadas e implementadas no âmbito do mercado financeiro após a crise financeira e econômica mundial que se iniciou em 2007.

Cabe notar que as esferas dos direitos mencionados acima não são independentes e não estão sozinhas e isoladas no universo jurídico. Pelo contrário, elas se relacionam e possuem inúmeras intersecções importantes e complexas que muitas vezes se tornam de difícil dissociação. Por essa razão, utilizou-se nesse estudo o termo direito regulatório internacional, o qual contempla todos os direitos anteriormente mencionados na constituição e na regulação do mercado financeiro, especialmente no que se refere à obrigação de utilização de contraparte central. Como foi possível verificar da análise realizada anteriormente, a obrigação de utilização de contraparte central que assegure o cumprimento de obrigações decorrentes de operações de derivativos tanto foram emanadas por entidades de abrangência internacional como também por atos do poder legislativo nacional e regional, bem como por regulações emitidas por autoridades regulatórias competentes, tanto no âmbito prudencial como no âmbito de avaliação de condutas já realizadas por participantes do mercado.

A utilização do termo direito regulatório internacional para falar de direito brasileiro, australiano, norte-americano ou da europa como um todo pode soar estranho, mas para o jurista operador do direito voltado para o mercado financeiro, que está sujeito em seu dia-a-dia com operações transfronteiriças e discussões com mais de uma jurisdição a todo o momento, o termo se adapta na complexa rede de obrigações existente nesse mercado, uma vez que o direito regulatório internacional se aplica não apenas ao mercado local, mas também a outros mercados, inclusive regional, principalmente quando existe no jogo um mercado considerado global. Em outras palavras, obrigações existentes no direito regulatório internacional transpassam as fronteiras estatais e se aplicam, muitas vezes, para o indivíduo

ou a entidade que está, respectivamente, domiciliado ou constituído em um determinado país ou em outra jurisdição. Por exemplo, as regras constantes de recomendações e princípios emitidos por entidades financeiras internacionais como o *Bank for International Settlements* – BIS que são seguidas por instituições locais ou regionais, seja por determinação regulatória competente ou simplesmente pelo fato de verificarem vantagem competitiva na sua utilização (i.e. práticas do comércio).

O termo utilizado para representar o direito regulatório internacional, portanto, faz-se aplicável e pertinente, como se verifica das discussões que passa a expor a partir desse ponto da tese. As discussões estão voltadas para respaldar o entendimento de que existe um novo método de criação de regras internacionais, especialmente aquelas voltadas para o mercado financeiro internacional, que são guiadas por um fio condutor internacionalmente interconectado e que impõe a harmonização de regras nacionais e regionais para que se conclua esse processo de desenvolvimento regulatório.

8.1 A INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DO MERCADO FINANCEIRO NO DESENVOLVIMENTO DO DIREITO REGULATÓRIO INTERNACIONAL: INTERCONECTIVIDADE E TRANSGOVERNABILIDADE

No mercado financeiro, cada vez mais é possível verificar a capitação de recursos de forma pública em âmbito global como ocorre, por exemplo, a partir de emissões simultâneas de ações por companhias abertas em diferentes jurisdições do mundo ao mesmo tempo, bem como a emissão de títulos públicos que serão negociados em uma pluralidade de locais, como é o caso dos *global governments bonds*. Acrescenta-se a esse grupo de ativos os *exchanged trade funds*, que utilizam diferentes índices que referenciam valores de ativos financeiros e valores mobiliários registrados ou negociados em diversos mercados do mundo para criar valor de suas cotas.

No caso do mercado de derivativos não é diferente: nos mercados considerados *offshore*, as operações são realizadas envolvendo mais de uma jurisdição e os participantes se deparam com a necessidade de solucionar conflitos de leis no espaço e demonstração da certeza jurídica da regra aplicada, para que as operações continuem sendo realizadas na velocidade e quantidade demandada pelo mercado financeiro como um todo.

Assim, os entes privados participantes do mercado financeiro relativizam as fronteiras físicas dos Estados para a realização de suas operações e, de forma global, se desenvolvem de forma muito rápida utilizando-se de participantes, intermediários e

infraestruturas do mercado financeiro que atuam em uma pluralidade de jurisdições, levando-se em consideração contratos privados de interoperabilidade e regras que se apresentam de formas diferentes.

Dessa forma, o mercado financeiro não poderia ser mais analisado apenas em seu âmbito nacional ou doméstico simplesmente, mas sim sob uma perspectiva mais abrangente que passa as fronteiras estatais e se chega a um âmbito cooperativo internacional. A maneira que o direito está se estruturando para lidar com esse mercado deve, portanto, acompanhar esse desenvolvimento e for repensado e apresentar características novas, características que precisam estar relacionadas com o caráter internacional do mercado financeiro[349]. Não adiantaria de nada ter regras locais se o mercado a ser regulado apresenta características, sobretudo, globais, pluralistas, complexas e instáveis.

Ademais, a relação entre direito e mercado é dinâmica[350]. Ao mesmo tempo em que essa relação é prevista e estável e, assim, possível verificar de forma precisa como uma operação simples foi realizada, essa relação também é uma relação indeterminada, pois existem inúmeras operações realizadas envolvidas e que ainda serão realizadas que o legislador ou o regulador competente não têm conhecimento de como ocorre ou ocorreu.

Essa relação se consubstancia no papel exercido pelo direito na constituição e regulação do mercado de ativos financeiros e valores mobiliários, envolvendo tanto interesses privados dos participantes e investidores como interesses comuns a toda uma comunidade, já que estamos falando de operações que envolvem uma soma de riscos suficientes para ser caracterizada como sistemicamente importantes e gerar efeitos diretos e indiretos, mediatos e imediatos, a toda a sociedade envolvendo todos os mercados ao mesmo tempo. Não se trata apenas de uma análise de um único objeto, tampouco de um simples conjunto de instituições. Vislumbra-se em uma relação que sobrepõe às práticas humanas de mudanças e que envolve um contínuo processo de definição, redefinição e formação e reformulação de valor[351].

---

[349] Cf. CUTLER, Claire. *Private Power and Global Authority*: Transnational Merchant Law in the Global Political Economy. Cambridge: Cambridg Universty Press, 2003. p. 85. Segundo a autora, a ideia de uma governança "transnacional" não é considerada incrustrada na sociedade porque é uma nova forma de pensar o direito (do original em inglês: "the idea of a *transnational governance* is not embeddedness, because it is new").

[350] Cf. MALLOY, Robin Paul. *Law and Market Economy*: Reinterpreting the Values of Law and Economics. Cambridge: Cambridge University Press, 2000. p. 1 e ss.

[351] MALLOY, Robin Paul. *Law and Market Economy*: Reinterpreting the Values of Law and Economics. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.

Fala-se, até determinado ponto, de uma nova verdadeira ordem mundial, com características de uma *transgovernamentalidade*[352], que hoje se desenvolve e forma uma nova ordem econômica mundial. Segundo Slaughter (1997), *transgovernamentalismo* surge como uma verdadeira nova ordem mundial, rapidamente se transformando no modo de *governança internacional* mais difundido e efetivo, que resulta de um novo pensar a forma de governo, que não se confunde com um governo mundial, mas sim de uma *governança global*, passando por uma ideia de mais substância que um liberalismo internacional, no qual o Estado não está desaparecendo, mas desmembrando-se em partes separadas e funcionalmente distintas. Ainda segundo Slaughter (1997), essas partes do Estado, que podem ser as cortes, órgãos reguladores, entes do poder executivo e, até mesmo, entes do poder legislativo, estão se relacionando (do original em inglês, *networking*) com seus pares ao redor do mundo, criando uma densa rede de relações que constitui uma nova ordem *transgovernamental*.

Em 2004, Anne-Marie Slaughter publicou seu livro chamado de *The New World Order*[353], segundo o qual a autora descreve a governança global comentada em 1997 e traz elementos adicionais dessa nova ordem mundial já presente entre as pessoas e Estados. Demonstra, portanto, que há uma realidade que não pode passar despercebida. A autora pede para que repensemos completamente como o mundo político é visto, o qual não é uma coleção de Estado-Nações que se comunicam por meio de presidentes, primeiros ministros, ministros das relações exteriores e as Nações Unidas. Tampouco é uma relação entre organizações não governamentais. Trata-se de uma governança realizada por meio de uma rede global complexa de *government networks.*

E, para o mercado financeiro, a realidade dessa nova ordem mundial está presente e se demonstra por meio de suas operações globais, de seus participantes globais e, também, por meio do papel do direito na constituição e na regulação desse mercado e aos seus participantes, incluindo seus investidores, e autoridades reguladoras. A partir de uma regra basilar que é a obrigação de utilização de uma determinada infraestrutura de mercado financeiro para compensação e liquidação de certas operações do mercado financeiro, foi explorada nessa tese a mencionada rede complexa de relações entre entidades privadas e governamentais.

---

[352] Cf., SLAUGHTER, Anna-Marie. The real new world order. *Foreign Affairs*, New York, v. 76, n. 5, p. 183-197, Set./Out. 1997.

[353] Cf. SLAUGHTER, Anna-Marie. *A New World Order*. Princeton: Princeton University Press, 2004.

Não se teve a intenção de esgotar a análise de todos os tipos de operações do mercado financeiro, tampouco todas as formas que o direito com elas se relaciona, mas apresentar o exemplo das câmaras de compensação e liquidação que atuam como contraparte central e, assim, expor uma regra escolhida entre muitas que obriga a utilização dessas entidades por todo um mercado a qual se aplica essa regra. Não foi escolhida essa obrigação por motivos subjetivos, mas sim pelo fato de essa obrigação ter sido desenvolvida já levando em consideração o novo formato econômico mundial, ou seja, interconectado em todos os seus setores.

Observou-se, ainda, a influência política e das diferentes formas de governo no desenvolvimento do mercado financeiro, a qual, por delimitação do tema e com a finalidade de chegar a um resultado objetivo, não faz parte da análise dessa tese. Todavia, não se pode passar por esse tema, sem mencionar os autores como Curtis J. Milhaupt e Katharina Pistor[354], que apresentam elementos desde 2003 que dão subsídios básicos para a análise dos aspectos políticos envolvidos nessa questão.

8.2 COOPERAÇÃO REGULATÓRIA INTERNACIONAL: UMA NECESSIDADE PARA O MERCADO FINANCEIRO

A globalização parece ter feito confluírem uma série de *standards* formais de estruturação dos mercados como um todo, mas que se torna difícil sua harmonização a medida que o padrão internacional é internalizado em cada uma das nações e regiões econômicas existentes de formas diferentes e muitas vezes não seguem o mesmo raciocínio priorizado nas reuniões e discussões havidas previamente entre os líderes mundiais e entidades internacionais voltadas para o tema. No caso em questão, quando não são seguidos os relatórios e orientações das reuniões de cúpula do G20. De modo que, em qualquer lugar do mundo, embora as formas de ativos e contratos tendam a aparecer de maneira cada vez mais uniforme, uma vez que se referem a produtos criados a partir de uma prática de comércio que se considera global em sua natureza, permitindo-se, assim, que os agentes escolham – em qualquer ponto do globo – transacionar sobre um ativo semelhante, a partir

[354] Cf. MILHAUPT, Curtis; PISTOR, Katharina. Law and Capitalism – What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development around The World. Chicago: University of Chicago Press, 2008.; MILHAUPT, Curts (Ed.). *Global Markets, Domestic Institutions* – Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals. New York: Columbia University Press, 2003; PISTOR, Katharina. The Legal Theory of Finance. *Journal of Comparative Economics*, v. 41, n. 2, 2013. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2262936>. Acesso em: 27 jun. 2016. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2262936>.

de uma série de informações oferecidas de maneira semelhante, quando se trata de regras e termos jurídicos nacionais, ou seja, aqueles emitidos por Estados, esses se tornam de difícil harmonização.

Todavia, principalmente quando se fala de uma *transgovernamentalidade*[355] das regras que mitigam riscos sistêmicos e, entre elas, se encontra a obrigação de compensar e liquidar obrigações decorrentes de operações envolvendo contratos derivativos do mercado de balcão, o problema se desenha de uma forma um pouco diferente, buscando-se, na sua essência, uma uniformização de padrões gerais e uma harmonização de regras locais e regionais. Aplica-se, nesse sentido, um esforço contínuo de buscar uma equivalência de arcabouços jurídicos entre nações e regiões como a União Europeia antes de ser concedidas autorizações para atuação de entidades consideradas sistemicamente importantes, como é o caso das câmaras de compensação e liquidação que atuam como contrapartes centrais e possuem suas atividades ou os efeitos de suas atividades projetados para fora das fronteiras dos Estados onde estão constituídas.

Define-se, assim, uma constante em que os operadores passam frequentemente a carecer de um direito, em determinados casos um direito privado e em outros de um direito estatal, capaz de relacionar-se de forma segura e efetiva com esse mercado financeiro que está cada vez mais globalizado, acompanhando *pari passu* seus velozes e, na maioria das vezes, silenciosos movimentos. E, para tanto, desenvolvem – acomodando-as aos ordenamentos nacionais – constantes inovações e acomodações com relação ao direito estatal local, com a finalidade que se busca hoje de harmonização de regras, as quais buscam seguir uma uniformização internacional de padrões.

A reflexão doutrinária sobre tal movimento e, pior, a normatização estatal dele, aparece, contudo, sempre em reboque das fronteiras técnicas desenvolvidas pelos agentes privados – que dificilmente podem esperar. Daí que proliferam – nos meios acadêmicos e nas disposições legais – concepções imersas em dicotomias como local versus internacional; regulatório versus legal; regulatório privado versus regulatório estatal; regulatório versus autorregulatório; direito internacional público versus direito internacional privado, dentre outras[356]. Quando a atual situação em que se encontra o mercado financeiro exige do operador do direito uma forma de pensar que unifica e multidisciplina o direito em algo que

[355] Cf. SLAUGHTER, Anna-Marie. The real new world order. *Foreign Affairs*, New York, v. 76, n. 5, p. 183-197, Set./Out. 1997.

[356] Cf. ZUMBANSEN, Peer. Neither Public nor Private, National nor International: Transnational Corporate Governance from a Legal Pluralist Perspective. *Journal of Law and Society*, Pashwar, n. 38, p. 50-75. 2011.

é ao mesmo tempo todos os direitos anteriormente indicados convergindo para o que se chama para essa tese de direito regulatório internacional.

Sintoma desse desalinhamento, ainda, é o fato de que, embora o direito do comércio internacional tenha dado início ao endereçamento de assuntos relacionados com serviços financeiros, ainda é cedo para falar em resultados de boas intenções. Afinal, não se vislumbrou, ainda, aumento de eficiência e redução de custos decorrentes desses impulsos de uniformização legal capazes de torná-los relevantes em face do volume global de ativos.

Os conhecidos direito econômico internacional e direito financeiro internacional ganharam, na medida em que o mercado de ativos financeiros e valores mobiliários se desenvolveu, proporcional relevância no contexto internacional. Não sendo de se estranhar, inclusive, que boa parte dos *insights* científicos acerca da análise da eficiência dessas interações, na prática, provenha do âmbito da análise econômica do direito.

Cabe, assim, trazer a opinião de Hal S. Scott (2010), segundo o qual "é bastante claro que não podemos ter um sistema financeiro global com regulamentação nacional. É igualmente claro que a regulação global em sua totalidade não é agora possível dada as políticas nacionais"[357]. Nesse sentido, conclui o autor que há, portanto, dois desafios sobre os quais nos deparamos: (1) quais as melhorias que podemos fazer no momento para aumentar a coordenação internacional; e (2) quais são os principais passos que precisam ser tomados a fim de conseguir uma regulação global um dia.

Surge desse quadro complexo a necessidade do presente trabalho, que foca, de forma ínfima, perante imensurável gama de contextos jurídicos possíveis, na obrigatoriedade de utilização de contraparte central para compensar e liquidar operações financeiras envolvendo contratos derivativos do mercado de balcão. Isto é, a apresentação dos elementos relevantes da evolução dessa regra básica do mercado financeiro global, realizada anteriormente, possibilita indicar que o direito aplicável a esse mercado, conforme exposto acima, leva-se sempre em consideração a vasta imbricação normativa que o constitui da forma que ele se mostra. Assim, verifica-se como a imbricação de direitos privados, públicos, internacionais,

[357] Cf. Hal S. Scott. The Next Step in Global Financial Regulation: Global Regulation of Interconnectedness - A response to DAVIES, Howard. Global Financial Regulation after the Credit Crisis. *Global Policy*, v.1, n. 2, p. 185–190. 2010. *Global Policy*. v. 1, Issue 3. Londres: London School of Economics and Political Science and John Wiley & Sons Ltd, 2010, p. 333. Segundo o autor, no original em inglês: "*It is quite clear that we cannot have a global financial system with national regulation. It is equally clear that full global regulation is not now possible given national politics. There are thus two challenges facing us: (1) what improvements can we now make to increase international coordination; and (2) what are the key steps that need to be taken in order to achieve global regulation someday. The new Council on International Financial Regulation, which I co-chair with Michel Prada, and of which Howard Davies is a member, has been formed to address these challenges*".

transnacionais, supranacionais, e *transgovernamentais* integram-se de modo a assimilar as formas do mercado financeiro global, encontrando constantes formais e materiais e, assim, à luz de um quadro globalizado, perquirir a compleição dos padrões internacionais em vista da ordem legal nacional e regional, especificamente do Brasil, Estados Unidos, União Europeia e Austrália, conforme exposto acima, partindo de uma premissa básica que foi a obrigatoriedade de uso de uma infraestrutura do mercado financeiro reconhecida em todo o mundo, que é uma contraparte central garantidora de todos os mercados em que atua. Em suma, busca-se demonstrar, *in fine*, como o direito positivo nacional das jurisdições citadas regula esse objeto e se insere nessa perspectiva global relacionada ao mercado financeiro e a busca por uma uniformização regulatória internacional e, posteriormente, por uma harmonização legislativa ou regulatória nacional e regional.

Direciona-se, assim, a análise em questão para o direito internacional e, nesse sentido, são trazidos para novos subsídios para o entendimento da matéria que se demonstram relevantes para um direito internacional voltado especificamente para as relações atuais internacionais exigidas e criadas inerentemente para esse tipo de mercado.

8.3 ELIMINAÇÃO DE CONFLITOS DE LEIS NO ESPAÇO É POSSÍVEL PARA O MERCADO FINANCEIRO GLOBAL?

O conflito de leis no espaço, objeto do direito internacional privado clássico[358], passaria a não mais existir, uma vez que alcançada uma plena uniformização do direito no âmbito internacional e a sua harmonização nas legislações nacionais e regionais, bastaria cada parte utilizar suas regras locais consideradas equivalentes às normas de outras jurisdições.

Todavia, esse cenário ainda não existe e, portanto, o direito internacional privado demostra-se relevante para o estudo do direito regulatório internacional e da formação das operações do mercado financeiro, de forma a assegurar a certeza jurídica do cumprimento das obrigações que venham a surgir desssas operações.

[358] Sobre o direito international privado, ver BASSO, Maristela. *Curso de Direito Internacional Privado*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2014. BASSO, Maristela. As novas tendências do direito internacional privado após o advento da "nova lex mercatoria". In: SZTAJN, Rachel, Marcos Paulo de Almeida Salles; TEIXEIRA, Tarcisio (Coord.). *Direito Empresarial*: estudos em homenagem ao Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. São Paulo: IASP, 2015. v. 1. p. 499-508.

Especificamente sobre qual legislação a ser utilizada para regular as operações do mercado financeiro que apresentam conflitos jurisdicionais, o direito internacional privado estudado sobre esse foco traz os ensinamentos descritos abaixo.

De acordo com Wood (2008),[359] os fatores que influenciam a escolha de uma lei que governe um contrato financeiro inclui:

(i) Preferências não consideradas jurídicas (eg patriotismo, tradição, familiaridade e conveniência);

(ii) A intenção de evitar uma detalhada investigação em um sistema jurídico não familizarizado por uma das partes (especialmente quem vai realizar o investimento);

(iii) Orientação comercial, estabilidade e previsibilidade da jurisdição a ser escolhida;

(iv) Aplicação dos termos acordados no contrato sem que uma determinda corte ou tribunal imponha sua visão de justiça;

(v) O desejo de coincidir a lei escolhida com a lei do local onde se escolheu para resolver eventuais discussões que surjam do contrato (imprevisibilidade pode surgir se a corte ou tribunal escolhido para utilizar a lei escolhida não esteja familiarizado com essa última);

(vi) A habilidade de usar advogados que tenham relevante experiência em um tipo d contrato financeiro relacionado com o contrato que se pretende desenvolver;

(vii) Idioma do contrato e das partes envolvidas; e

(viii) Isolamento.

Em determinados casos a livre escolha de uma determinada jurisdição pelas partes de um contrato para governar o acordo entre elas não é possível devido a restrições impostas pelos Estados e pelas convenções internacionais criadas por esses mesmos Estados. Pode-se citar como normas de direito internacional privado ao redor do mundo mais comuns entre os contratos financeiros: a Convenção de Roma sobre Contratos de 1980 e respectiva regulação europeia, qual seja *EU Contrats Regulations*; US Restatement on Conflits of Law (1971);

---

[359] WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*. London: Sweet & Maxwell, 2008. p. 505-6. Tradução livre do autor do original em inglês: "*Factors which influence the choice of law for a financial contract include: non-legal preferences, such as patriotism, tradition, familiarity and convenience; avoidance by the lender of a detailed investigation into an unfamiliar system of law; commercial orientation, stability and predictability of the chosen legal system; application of the agreed terms of contracts without the court imposing its own view of fairness; the desire to coincide the governing law with the law of the enforcing forum (which may be external) – legal unpredictability may result if the court is called upon to apply a foreign law with which it is not familiar; the ability to use lawyers who have special experience in the type of financial contract concerned; language; and insulation*".

Swiss Act on Private International Law of 1987 ("Swiss PILA 1987"); Códigos em países em que possuem referida normatização como, por exemplo, Brasil, Japão, Turquia e Código Bustamante[360].

Levando em consideração essas restrições de livre escolha pelas partes, os normativos de direito internacional privado levam em consideração os seguintes elementos para a determinação da melhor lei a ser aplicada no caso concreto.

(i) Lei do local de constituição da companhia, do local onde se tem controle da companhia ou do local onde estão domiciliadas as autoridades executivas da companhia: esses são tipicamente as leis utilizadas para os casos corporativos;

(ii) Lei do local onde se encontram (fisicamente ou virtualmente) os ativos: aplica-se a lei do local onde estão depositados os ativos, seja fisica ou virtualmente (no caso de ativos financeiros). Exemplos nesse caso são: compra e venda de ações, constituição de garantias reais, *trusts* e transferência de propriedade de ativos;

(iii) Lei do local da constituição da companhia nos casos de fusões e aquisições[361].

As operações financeiras envolvendo derivativos, sobretudo aquelas realizadas no mercado de balcão, exigem uma certeza jurídica da execução das obrigações e um prazo muito curto para execução de garantias, razão pela qual qualquer imprevisibilidade jurídica pode gerar riscos que a inviabilizariam[362]. Os derivativos são geralmente utilizados para mitigar riscos decorrentes de outras operações e qualquer risco que possa surgir decorrente de uma estrutura jurídica são levados em considerado na análise da operação e consequentemente das garantias exigidas.

As diferenças existentes entre as jurisdições geram dificuldades em termos de certeza jurídica de cumprimento de obrigações e execução de garantias de operações do mercado financeiro, razão pela qual o direito internacional privado e estudos de uniformização normativa nesse sentido (eg UNIDROIT) dedicam esforços para mitigar essas diferenças[363]. A realidade local das nações e a forma que o direito voltado para o mercado financeiro é desenvolvido hoje dificilmente alcançar-se-á a pretendida eliminação de riscos jurídicos ou

---

[360] Ver também RABEL, Ernst. *The Conflict of Laws*: A Comparative Study. 2nd ed. Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1958. v. 1 e LANDO, Ole. 'Private International Law: Contracts. In: INTERNATIONAL Encyclopedia of Comparative Law. 1977. v. 3 Chapter 24.

[361] Woods, 2008, p. 515.

[362] Sobre a volatilidade do risco e da incerteza no Mercado financeiro, inclusive do mercado de derivativos, ver SCHWARTZ, Robert A.; BYRNE, John Aidan; COLANINNO, Antoinette (Ed.). *Volatility*: Risk and Uncertainty in Financial Markets. New York: Springer US, 2011. SCHULTZ, Thomas. *Transnational Legality*: Stateless Law and International Arbitration. Oxford: Oxford University Press, 2014.

[363] Ver, eg, PAECH, Phillip. 'Enforceability of close-out netting: draft UNIDROIT Principles to set new international benchmark'. *Journal of International Banking and Financial Law*, London, v. 1, n. 13. 2013.

riscos regulatórios enraizados nas culturas de cada estado. Pode-se falar que, enquanto as nações emergentes não superarem as dificuldades existentes entre os diferentes sistemas jurídicos utilizados para a escolha de lei aplicável em operações financeiras, essas continuarão a ser concentradas em mercados que possuem sistemas jurídiscos similares (eg *common law* vs *civil law regimes*), isto é, relação mercado-jurisdição.

Com certeza o mercado financeiro se diferencia dos demais mercados em termos de modelo de negócio e riscos envolvidos, porém, não se pode olvidar que para todas as relações comerciais hoje existentes há operações financeiras relacionadas e uma cadeia de outras operações financeiras vinculadas ou subordinadas a essas operações iniciais. O direito internacional privado e o modo pelo qual os Estados desenvolvem suas legislações e regulações voltadas para o mercado financeiro precisam acompanhar a rápida e silenciosa evolução desse mercado, caso contrário, cria-se um hiato normativo para operações que percisam de certeza jurídica.

Essa falta de legislação para as novas operações financeiras gera riscos que precisam ser mitigados para que as operações sejam viabilizadas. Em alguns raros casos, há a possibilidade de esperar a cooperação nacional e internacional para que regras semelhantes sejam criadas, porém, na maioria das vezes, a falta de guia jurídico para aplicação da melhor lei no caso concreto gera distorções de opiniões, diferentes memorantes jurídicios elaobados por escritórios de advocacia, desenvolvimento de arbitragem regulatória entre nações, crescimento distorcido de mercados, decisões de cortes em diferentes sentidos, ou seja, a incerteza jurídica, o que menos se pretendia, acaba por imperar nesse mercado. Para consertar referidas distorções, existe um custo que dificilmente as partes querem arcar e esse problema fica para o Estado resolver, o qual não é parte diretamente interessada.

As reuniões do G20 para reforma do mercado de derivativos e suas deliberações resultantes indicam a necessidade de uniformização de regras internacionais e estabelecimento harmônico de normas regionais e nacionais de forma a mitigar referidas distorções jurídicas e assegurar a estabilidade financeira e o desenvolvimento econômico mundial. A mobilização sem precedentes realizadas entre os Estados em 2008 em diante evitou efeitos ainda mais catastróficos e serviu de modelo para o desenvolvimento das normas voltadas para o mercado financeiro a partir daquela época. A cooperação Estatal e de autoridades regulatórias é fundamental para a criacao de um regime único jurídico para o mercado financeiro.

Porém, enquanto não se alcança esse modelo ideal, o direito internacional privado e as organizações a ele relacionadas devem se desenvolver para auxiliar nesse objetivo. Como

visto anteriormente, as instituições internacionais voltadas para o mercado financeiro são um pouco diferentes daquelas do comercio internacional, mas a UNIDROIT, a UNCITRAL e a WTO têm papel fundamental no auxílio ao FSB, BIS e IOSCO.

8.4 PARTICIPAÇÃO DOS ESTADOS NO DESENVOLVIMENTO DO DIREITO REGULATÓRIO INTERNACIONAL

A economia global, portanto, passa por um momento em que o Estado busca atuar cada vez mais na regulação do mercado financeiro. Porém, ainda existe muito a se desenvolver para alcançar um modelo que seja eficiente e gere certeza jurídica para todas as operações financeiras ao redor do globo. O que se verifica ainda é um crescimento de potências econômicas privadas em desfavor da autoridade estatal. A ideia tradicional de nação baseadas em fronteiras territoriais, sistemas jurídicos nacionais, moedas nacionais, câmbio, apesar de existentes na visão dos líderes estatais hoje, tem se transformado silenciosamente no ambiente interno das companhias e instituições que atuam no mercado financeiro. Basta verificar as inovações tecnológicas hoje existentes para o mercado financeiro, as moedas criptografadas e as empresas inovadoras (eg *start-ups*) para visualizar o quanto o mercado financeiro está desregulado e precisa de ação dos Estados ou delegação formal para as entidades regulatórias e associações privadas para criarem certezas jurídicas de assuntos que acabam se distanciando da atuação Estatal.

Em 2002, Saskia Sassen desenvolveu uma análise (SASSEN, 2002) relacionada ao modo como os Estados participam da governança da economia global em um contexto cada vez mais dominado por uma desregulação, privatização e crescimento de figuras não estatais[364]. De acordo com Sassen (2002, p. 91) uma proposição de organização primordial é o enraizamento de grande parte da globalização em território nacional, isto é, em um terreno geográfico que foi enclausurado em um conjunto de leis elaborado para esse território e capacidades administrativas nacionais.[365] Sassen explica que tem três características da economia global que representa a realocação de funções nacionais de governança pública

[364] Page 91: "*the ways in which the state participates in governing the global economy in a context increasingly dominated by deregulation, privatization, and the growing authority of non-state actors*".

[365] SASSEN, Saskia. The State and Globalization. In: HALL, R.; BIERSTEKER, T. *The Emergence of Private Authority in Global Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002. p. 91: "*a key organizing proposition* […] *is the embeddeness of much of globalization in national territory, that is to say, in a geographic terrain that has been encased in an elaborate set of national law and administrative capacities*".

para atores privados dentro de domínios nacionais e transnacionais[366]. Em um primeiro lugar, Sassen critica o fato de existir o desenvolvimento estratégico de uma economia globalizada sob a perspectiva geográfica ao invés de um mais abrangente e isso ocorre especialmente quando essa converge para a administração, coordenação, fornecimento de serviços e financiamento das operações econômicas globais. O fato de ser estratégico torna-se passível de ser discutida a possibilidade de regulação e governança de economias globais. Em segundo lugar, Sassen indica a existência de um centro de gravidade de muitas das operações que são consideradas populares ou 'na moda' nas camadas mais relevantes para a economia global, na maioria das vezes estabelecidas na região do Atlântico Norte. Esse fato facilita o entendimento sobre o desenvolvimento e implementação de estruturas regulatórias convergentes e padrões técnicos e que permite uma convergência ao redor de padrões orientais. Se a geografia da globalização fosse difusamente condicionada em uma escala realmente global (ie interplanetária) e fossem levados em consideração poderes igualitários dos países e regiões envolvidos nas relações comerciais mundiais com uma gama de diferenças mais abrangentes que as do Atlântico Norte, a questão dessa regulação poderia ser radicalmente diferente. Em terceiro lugar, a estratégia geográfica da globalização está parcialmente enraizada em territórios nacionais, isto é, cidades consideradas globais e famosas pelo seu desenvolvimento como, por exemplo, Silicon Valleys. A combinação dessas três características sugere que os estados podem ter mais opções para participar da governança da economia global que no foco visto atualmente que está relacionado com a perda da autoridade regulatória reconhecida[367] e que está considerada como o principal motivo da crise de 2007, razão pela qual se criaram inúmeras regulações.

---

[366] SASSEN, Saskia. The State and Globalization. In: HALL, R.; BIERSTEKER, T. *The Emergence of Private Authority in Global Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002. p. 93: "*relocation of national public governance functions to private actors within both national and transnational domains*".

[367] Ibid., p. 96: '*First, the geography of* ***economic globalization*** *is strategic rather than all-encompassing, and this is especially so when it comes to the* ***managing, coordination, servicing, and financing of global economic operations****. The fact that it is strategic is significant for a discussion about the* ***possibilities of regulating and governing the global economy****. Second, the* ***center of gravity*** *of many of the transactions that we refer to in an aggregate fashion as the global economy lies in the* ***North Atlantic region****, a fact which also facilitates the development and implementation of* ***convergent regulatory frameworks and technical standards****, and enables a convergence around "Western" standards. If the* ***geography of globalization were a diffuse condition at the planetary scale, and one involving equally powerful countries and regions with a much broader range of differences than those evident in the North Atlantic, the question of its regulation might well be radically different****. Third, the* ***strategic geography of globalization is partly embedded in national territories****, i.e., global cities and Silicon Valleys. The combination of these three characteristics suggests that states may have more options to participate in governing the global economy than much of the focus on the loss of regulatory authority allows us to recognize'.* (grifos nosos)

Adiciona-se à segunda crítica feita por Sassen, a perspectiva para o futuro do sistema financeiro, conforme consta dos comentários do *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) Commissioner* Daniel M. Gallagher em seu discurso em 15 de abril de 2015, no *Harvard Law School Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Europe and the United States*[368], segundo o qual o FSB e os Estados Unidos atuaram "de mãos dadas" para o desenvolvimento da regulação internacional e alcançar uma harmonização regulatória que, após, seria imposta a todas as outras jurisdições. A "harmonização regulatória", portanto, seria um nobre objetivo, mas, em uma crítica contrária, Gallagher apresenta outra face do trabalho realizado:

> De um lado, a "harmonização regulatória" parece um objetivo nobre: se as jurisdições pudessem se unir em torno de um único conjunto de padrões de alta qualidade, os encargos de conformidade poderiam ser reduzidos sem redução real das proteções dos investidores. Desde a crise, no entanto, a "harmonização regulatória" assumiu um novo e preocupante significado. Em vez de facilitar a cooperação entre os reguladores de diferentes jurisdições, o conceito de "harmonização regulatória" se transformou em uma imposição forçada de cima para baixo de padrões regulatórios uniformes em nações soberanas por grupos opacos de reguladores globais. Essa abordagem do "único mundo, um governo" para a regulamentação não se deixa incomodar por conceitos antigos, como a soberania nacional ou o consentimento dos governados.[369]

A crítica de Gallagher continua no sentido de que o FSB não apenas coordena os trabalhos das autoridades regulatórias nacionais como também impõe padrões mínimos de organização e desenvolvimento, bem como de atividades e funcionamento. Restringindo a liberdade regulatória de cada uma das entidades nacionais. A soberania estatal, portanto, é relativizada e "colocada de lado". A crítica que foi feita pelo à época comissário da U.S.SEC não está no sentido de exteinguir a atuação do FSB, mas de que devem voltar aos padrões anteriores à crise, uma vez alcançados os objetivos esperados da reforma financeira mundial, que se limitam à facilitar a cooperação entre os reguladores de diferentes jurisdições. Os conceitos de "jurisdições equivalentes" e "substituted compliance" poderiam ser alcançados por meio dessa cooperação.

---

[368] GALLAGHER, Daniel M. Remarks (speech) at the Harvard Law School Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Europe and the United States. Frankfurt, Germany: 15 apr. 2015. Disponível em: <http://www.sec.gov/news/speech/building-the-financial-system-of-the-21st-century.html>. Acesso em: 28 jun. 2016.

[369] Ibid. Tradução do original em inglês: "*On its face, 'regulatory harmonization' sounds like a noble goal: if jurisdictions could coalesce around a single set of high-quality standards, compliance burdens could be reduced with no real reduction of investor protections. Since the crisis, however, "regulatory harmonization" has taken on a new and worrisome meaning. Instead of facilitating cooperation among regulators from different jurisdictions, the concept of 'regulatory harmonization' has morphed into a top-down, forcible imposition of one-size-fits-all regulatory standards on sovereign nations by opaque groups of global regulators. This 'one world, one government' approach to regulation doesn't allow itself to be bothered by musty old concepts like national sovereignty or consent of the governed.*".

Seria, portanto, pela crítica realizada acima, um relativo estado de bem estar do regime regulatório internacional para os mercados financeiros. Nesse sentido, deve ser considerada uma perspectiva negativa, uma vez que não seria justo e equitativo para todos os países ao redor do mundo seguirem padrões impostos pelas economias mais avançadas.

Voltando para a análise de Sassen, a participação de estados poderia ser considerada relevante para o desenvolvimento de princípios e recomendações internacionais, mesmo havendo a imposição dos interesses dos países com economias mais avançadas (i.e. países do atlântico norte). No âmbito do FSB, BIS e IOSCO, por exemplo, há plena consideração de que esses princípios são justos e equilibrados e por essa razão todas as jurisdições poderiam internalizá-los para promover um sistema financeiro robusto e estável.

Poderia, eventualmente, ser considerada a não participação direta dos Estados no desenvolvimento de regras internacionais como sendo uma forma alternativa de criação de regras e, ainda, uma forma que estaria contra o desenvolvimento tradicional do direito.

Sassen (2002, p. 94) indica, nesse sentido, que é necessário entender mais sobre a natureza dos esforços dos Estados no processo de globalização que apenas o conceito que se reconhece como o desrregulção[370]. Dessa forma, complementa a autora, está ficanco claro que o papel dos Estados no processo de desregulação envolve a produção de novos tipos de regulações, dispositivos legais, decisões judiciais, ou seja, em resumo, a producação de uma série de novas regras legais (ie '*new legalities*').[371] Os Estados continuam a ser os *protetores* dos contratos e dos direitos de propriedade, considerando que eles são os *garantidores* dos *direitos* do capital global[372], mas precisariam modificar sua atuação para assegurar a continuidade da evolução tecnológica em relação a sua normatização. São novos tempos e novas formas de regulação.

---

[370] SASSEN, Saskia. The State and Globalization. In: HALL, R.; BIERSTEKER, T. *The Emergence of Private Authority in Global Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002. p. 94: '"*we need to understand more about the nature of this engagement [by national states in the process of globalization] than is represented by concepts such as deregulation*".

[371] Ibid., p. 94.

[372] Ibid. Sassen continua: "*In this regard, the state can be seen as incorporating the global project of its own shrinking role in regulating economic transactions and giving it operational effectiveness and legitimacy. The state here can be conceived of as representing a technical administrative capacity which cannot be replicated at this time by any other institutional arrangement; although not in all cases, this is capacity backed my military power, with global power in the case of some states. The objective for foreign firms and investors is to enjoy, transnationally, the protections traditionally exercised by the state in the national realm of the economy for national firms, notably guaranteeing property rights and contracts. How this gets done may involve a range of options. To some extent this work of guaranteeing is becoming privatized, as is signaled by growth of international commercial arbitration, and by key elements of the new privatized institutional order for governing the global economy*".

Os princípios e recomendações internacionais poderiam ser considerados uma nova legalidade criada por estados em um âmbito internacional que têm que ser internalizados pelos Estados para serem parte das legislações internas. A legitimação maior para a regulação do mercado financeiro internacional foi o início da participação dos chefes de Estados na reunião de cúpula do G20 em relação a mercados financeiros e economia mundial. Poderia ser considerado esse processo como um novo processo de desenvolvimento de regras para o mercado financeiro global que considera não apenas os mercados nacionais, mas também o mercado financeiro global como um todo. Parece, portanto, que as práticas dos Estados poderiam ser implementadas em um padrão internacional antes de ser levadas para um âmbito legislativo local. A regulação do mercado financeiro seria um ente independente e autônomo do restante do poder legislativo tradicional e a regulação internacional seria o seu guia.

Cabe a crítica realizada por Sassen, no sentido de que, se isso ocorresse, seria um método de imposição de regras e não a criação de regras de uma forma negocial envolvendo cooperação internacional. Ademais, essa negociação ou cooperação internacional não seria rápida o suficiente para contemplar todo o veloz desenvolvimento da economia global, sobretudo do mercado financeiro. Então, como se resolveria esse paradoxo?[373]

De acordo com Sassen (2002, p. 93), a desnacionalização está relacionada com o fato de que a acomodação dos interesses de companhias multinacionais e de investidores estrangeiros estão se relacionando cada vez mais.[374] Sassem continua explicando que no cerne dessas negociações está o desenvolvimento interno dos Estados nacionais, isto é, seja por meio dos atos legislativos, processos judiciais, ordens executivas como pela atuação dos órgãos reguladores. Esse mecanismo nacional é necessário para a reconstituição de determinados componentes do capital nacional para criar o chamado 'global capital', o qual acomodaria novos tipos de direitos, títulos e propriedades para o capital estrangeiro. Seriam mantidos os territórios nacionais sob a exclusiva autoridade dos referidos estados. A negociação dessa fase, todavia, tende para uma desnacionalização de muitas instituições nacionais altamente especializadas.[375] Os estados estão sendo transformados dentro de seus

[373] Esse paradoxo é estudado também por Dani Rodrik, que apenas ressalta o desafio do direito nesse contexto paradoxal, mas não apresenta solução. Ver RODRIK, Dani. *The Globalization Paradox*: Why Global Markets, States, and Democracy Can't Coexist. New York: W. W Norton and Company, 2011 e SUNSTEIN, C. Paradoxes of the Regulatory State. *University of Chicago Law Review*, 57, p. 407-441, 1990.

[374] SASSEN, Saskia. The State and Globalization. In: HALL, R.; BIERSTEKER, T. *The Emergence of Private Authority in Global Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002. p. 93.

[375] Ibid., p. 93: "*At the heart of this negotiation is the development inside national states – through legislative acts, courts rulings, executive orders – of the mechanisms necessary for the reconstitution of certain*

territórios de forma parcial e incipiente, mas também de uma forma estratégica. Sassen (2002, p. 93) explica que essa transformação pode enfraquecer ou alterar a arquitetura organizacional para a implementação do direito internacional, na medida em que este último depende do aparato institucional dos estados nacionais. Além disso, eles também criaram as condições em que algumas partes dos estados nacionais realmente ganham poder relativo como resultado dessa participação no desenvolvimento de uma economia global. À medida que os componentes particulares dos estados nacionais se tornam o lar institucional para o funcionamento de algumas das dinâmicas que são fundamentais para a globalização, sofrem mudanças difíceis de se registrarem ou nomearem. Esta é uma instanciação do que Sassen denomina de processo de desnacionalização incipiente – isto é, de componentes específicos de estados nacionais que funcionam como casas para tais instituições[376].

Essa transformação pode enfraquecer ou alterar a arquitetura organizacional para a implementação do direito internacional, na medida em que este último depende do aparato institucional dos estados nacionais. Além disso, eles também criaram as condições em que algumas partes dos estados nacionais realmente ganham poder relativo como resultado dessa participação no desenvolvimento de uma economia global. À medida que os componentes particulares dos estados nacionais se tornam o lar institucional para o funcionamento de algumas das dinâmicas que são fundamentais para a globalização, sofrem mudanças difíceis de registrar ou nomear. Esta é uma instanciação do que eu chamo de processo de desnacionalização incipiente - isto é, de componentes específicos de estados nacionais que funcionam como tais casas institucionais.

O que é realmente "nacional" em alguns dos componentes institucionais dos estados ligados à implementação e regulação da globalização econômica?

Sassen explica que a hipótese mencioanada acima está relacionada aos componentes das instituições nacionais, embora formalmente nacionais, não são nacionais no sentido os

---

components of national capital into 'global capital', and necessary to accommodate new types of rights/entitlements for foreign capital in what are still national territories in principle under the exclusive authority of their states. The mode of this negotiation in the current phase has tended in a direction that I describe as a denationalizing of several highly specialized national institutional orders."

[376] SASSEN, Saskia. The State and Globalization. In: HALL, R.; BIERSTEKER, T. *The Emergence of Private Authority in Global Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002. p. 93: "***Such transformation can weaken or alter the organizational architecture for the implementation of international law*** *insofar as* ***the latter depends on the institutional apparatus of national states***. *Further, they have also created the conditions whereby* ***some parts of national states*** *actually gain relative* ***power*** *as a result of that* ***participation in the development of a global economy***. *As particular components of national states become the institutional home for the operation of some of the dynamics that are* ***central to globalization***, ***they undergo change that is difficult to register or name***. *This is one instantiation of what I call a process of incipient denationalization – that is, of specific components of national states that function as such institutional homes".* (grifos nossos)

seus significados foram contruídos nos últimos cem anos. Um dos papéis do estado vis-à-vis da economia global de hoje foi negociar a interseção do direito nacional e dos atores estrangeiros - seja empresas, mercados ou organização supranacional. Isso levanta uma questão de saber se existem condições particulares que tornam a execução desse papel na fase atual distinta e diferente do que pode ter ocorrido em fases anteriores da economia mundial. Nós temos, por um lado, a existência de um corpo de leis extremamente elaborado desenvolvido principalmente nos últimos cem anos, o que garante a autoridade territorial exclusiva dos estados nacionais em uma extensão não vista em séculos anteriores, e, por outro, a institucionalização considerável, especialmente na década de 1990, dos "direitos" das empresas não nacionais, da desregulamentação das transações transfronteiriças e da crescente influência ou poder de algumas das organizações supranacionais. Se garantir os direitos, as opções e os poderes implicava uma renúncia parcial de componentes da autoridade estatal construída ao longo do século passado, podemos postular que isso configura as condições para um envolvimento necessário pelos estados nacionais no processo de globalização.[377] A reação dos estados a partir da crise de 2007 demonstra de fato o modo como os estados lidam com uma questão do mercado financeiro. O fato das condições sistêmicas na nova geoeconomia significou um exemplo para a questão da regulamentação global do mercado financeiro.

A questão que Sassen faz para si é mesma seria: o que é realmente "nacional" em alguns dos componentes institucionais dos estados ligados à implementação e regulação da globalização econômica?[378] Nesse sentido, seria o mercado econômico nacional, incluindo seus participantes, investidores, infraestruturas do mercado financeiro, recursos, produtos, reguladores, tão *nacional* como parece? Na verdade, considerando as relações transnacionais

---

[377] SASSEN, Saskia. The State and Globalization. In: HALL, R.; BIERSTEKER, T. *The Emergence of Private Authority in Global Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002. p. 91-112. p. 94: "*The hypothesis here is that some components of national institutions, even though formally national, are not national in the sense in which we have constructed the meaning of that term over the past hundred years.* ***One of the roles of the state vis-à-vis today's global economy has been to negotiate the intersection of national law and foreign actors – whether firms, markets, or supranational organization****. This raises a question as to whether there are particular conditions that make execution of this role in the current phase distinctive and unlike what it may have been in earlier phases of the world economy. We have, on the one hand, the existence of an enormously elaborate body of law developed mostly over the past hundred years, which secures the exclusive territorial authority of national states to an extent not seen in earlier centuries, and, on the other, the considerable institutionalizing, especially in the 1990s, of the 'rights' of* ***non-national firms, the deregulation of crossborder transactions, and the growing influence/power of some of the supranational organizations****. If securing the rights, options, and powers entailed an even partial relinquishing of components of state authority as constructed over the past century, then we can posit that* ***this sets up the conditions for a necessary engagement by national states in the process of globalization***". (grifos do autor).

[378] Ibid., p. 94: *what is actually 'national' in some of the institutional components of states linked to the implementation and regulation of economic globalization?*

envolvidas nesse mercado e as características da economia global indicada por Sassen (2002), está cada vez mais difícil ao longo do tempo definir o conceito de *nacional* como esse foi usado durante os últimos cem anos.

Em uma economia global, a *negociação* mencionada por Sassen (2002) não é apenas uma questão política. Envolve também poderes econômicos. São levados em consideração tipos específicos de trabalho em uma gama diversificada de instituições estatais em cada um dos países e o papel de cada estado irá variar significantemente a depender do poder que tem interna e internacionalmente[379].

Sassen (2002, p. 95) considera, nesse sentido, que tem um défiti demográfico no sistema multilateral, seja da OMC como dos acordos bilaterais e multilaterais em relação à governança da globalização. Dessa forma, explica Sassen no sentido de que uma parte crucial do argumento é o fato de a globalização não ser tão globalizada quanto parece, a medida que se encontra enraizada e institucionalizada em um âmbito local[380], que necessita de mecanismos de direito internacional privado para assegurar a certeza jurídica das operações financeiras multilaterais. Dessa forma, cabe especificar a forma que se encontra enraizada esse conceito no âmbito nacinal, para que, primeiro fornecer a especificação empírica subjacente à afirmação realizada de que o estado está envolvido no âmbito nacinal, o que, por sua vez, alimenta a proposição sobre a desnacionalização de funções e capacidades de estado específicas. O segundo objetivo é sinalizar que, tendo em vista esse enraizamento, o alcance das formas em que o estado pode ser envolvido é muito mais amplo do que o que é hoje, quando se limita em grande medida a promover a globalização econômica. O envolvimento do Estado concebível poderia abordar toda uma série de questões globais, incluindo o déficit democrático no sistema multilateral que governa a globalização[381].

Com relação ao mercado global e a regulação internacional, Sassen (2002, p. 97) indica que a regulação internacional tende a ser instalada em estruturas bastantes distintas umas das outras. A medida que o investimento diretio estrangeiro segue uma linha de raciocínio, o mercado de capitais global segue outra linha de pensamento completamente

---

[379] SASSEN, Saskia. The State and Globalization. In: HALL, R.; BIERSTEKER, T. *The Emergence of Private Authority in Global Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002. p. 95 e 98.

[380] Ibid., p. 95.

[381] Ibid., p. 95: "*A crucial part of the argument is the fact of the institutional and locational embeddeness of globalization. Specifying this embeddeness has two purposes. One is to provide the empirical specification underlying my assertion that the state is engaged, which in turn feeds the proposition about the denationalizing of particular state functions and capacities. The second purpose is to signal that, given this embeddeness the range of ways in which the state can be involved is far broader than what it is today, when it is largely confined to furthering economic globalization. Conceivably state involvement could address a whole series of global issues, including the democratic deficit in the multilateral system governing globalization*".

distinta. O crescimento do mercado de capitais global tem se desenvolvido a partir de esforços do setor privado contando com uma arquitetura de governança baseada em regulação de valores mobiliários internacional, novos padrões internacionais de contabilidade e elaboração de relatórios financeiros. Enquanto o investimento direto estrangeiro traz uma abordagem relacionada com o direito de proteção da competição o mercado financeiro global está relacionado com a regulação nacional voltada para as estruturas bancárias e financeiras.[382] Isso dificulta a possibilidade de assegurar que a estrutura legislativa nacional irá internalizar a regulação internacional de valores mobiliários, padrões internacionais e outras regras internacionais, como os PFMI e as regras de utilização de contraparte central garantidora de todas as obrigações. A força dos Estados foi provada a partir das reuniões do G20 para desenvolvimento de uma regulação que fosse utilizada por todos os estados do mundo todo. Ao menos geograficamente globalizada, mas que demonstra uma forma de os Estados desenvolverem seu direito regulatório de forma internacional e governar a globalização não mais de uma forma localizada.

Da mesma forma que Sassen (2002), A. Claire Cutler (2003, p. 1) explora a histórica e contemporânea influencia do poder do setor privado da economia política global, a qual indica que os atores comerciais privados têm exercido, cada vez mais – em diferentes níveis – autoridade no desenvolvimento e execução de leis que governam as relações comerciais internacionais[383]. Ademais, é considerado por Claire Cutler que a transformação fundamental do poder global dos estados e sua autoridade está sendo reduzida em relação ao crescimento da esfera e relevância do setor privado tanto na criação como na execução de regras e normativos comerciais validados em âmbito internacional[384].

Para Cutler (2003, p. 1), direito commercial transnacional ou a nova lex mercatoria é um componente que integra a ordem jurídica transnacional emergente. Ademais, Cutler

---

[382] SASSEN, Saskia. The State and Globalization. In: HALL, R.; BIERSTEKER, T. *The Emergence of Private Authority in Global Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002. p. 97: *Both foreign direct investment and the **global capital market** bring up specific **organizational and regulatory issues**. […]. The growth of the global capital market has brought with it specific efforts to develop the elements of an architecture for its governance: international securities regulation, new international standards for accounting and financial reporting, various European Union provisions. Each has tended to be ensconced in fairly distinct regulatory framework: foreign direct investment in antitrust law, and global finance in national regulatory framework for banking and finance".*

[383] CUTLER, Claire. *Private Power and Global Authority*: Transnational Merchant Law in the Global Political Economy. Cambridge: Cambridg Universty Press, 2003. p. 1: "*Today, forces of globalization and privatization are relocating the boundary between private and public authority in international commercial relations and creating new opportunities for private, corporate actors to exercise power and influence*".

[384] Ibid., p. 1: "*State-based, positivist international law and 'public' notions of authority are being combined with or, in some cases, superseded by nostate law, informal normative structures, and 'private' economic power and authority as **a new transnational legal order takes shape***,". (grifo do autor).

indica que a nova lex mercatoria é vastamente referenciada com um direito economico transnacional (ie *transnational economic law*) (Horn and Shmitthoff, 1964a) e direito do negócio internacional (ie *international business law*) (Schimitthoff, 1961). Esse direito comercial transnacional (ie *transnational merchant law*) envolve três grandes tendências de governança, como Cutler (2003, p. 2) explica que a primeira tendência é a legalização das relações políticas, sociais e econômicas uma vez que o direito é utilizado cada vez mais par legitimar as mais variadas formas de autoridade. A segunda é a crescente heterogeneidade e pluralidade das formas de regulação e governança. E a terceira tendência é a crescente importância dos acordos de governança privados[385].

Considerando a expansão do processo de elaboração do direito privado e dos métodos de resolução de disputas e a transformação das relações de poderes e autoridade na economia política global, Cutler (2002) menciona em seu livro que é possível considerar que teorias convencionais de relações internacionais e direito internacional são incapaveis de capturar o recente desenvolvimento econômico social. Cutler menciona que as teorias liberais de relações internacionais e de direito internacional, que colocam o Estado como centro das atenções, pormenorizam as atividades do setor privado e instituições politicamente invisíveis como corporações transnacionais e seus direitos são relacionados como parte de um conjunto apolítico e neutro, ou seja, atividade econômica privada. Dessa forma, Cutler (2003, p. 7) menciona que a etapa conceitual para a análise do comerciante da lei, revisando as três tendências significativas na governança local e global em que está envolvida. A jurisdição, a pluração e a privatização dos acordos de governança envolvem direito internacional público e privado, que operam a nível local, nacional, internacional e transnacional. No entanto, o significado da ordem jurídica privada neste *patchwork* de cruzamento e regulação pluralista é discutido para ser obscurecido pela natureza complexa da relação entre direito internacional privado e público e o status contestado do comerciante da lei em relação a ambos os órgãos de lei. Estas questões são consideradas no contexto das distinções legais e políticas entre as esferas privada e pública, a natureza e o funcionamento do direito comercial internacional privado e a história da distinção privado / público no direito internacional[386].

---

[385] CUTLER, Claire. *Private Power and Global Authority*: Transnational Merchant Law in the Global Political Economy. Cambridge: Cambridg Universty Press, 2003. p. 2: "*These trends are in turn linked to deeper transformations in local and global political economies and are challenging conventional understandings of world order. The first trend is the juridification of political, social, and economic life as law is utilized to legitimate increasingly more varied claims to authority. The second is the increasing heterogeneity of, and pluralism in, forms of regulation and governance, while the third is the enhanced significance of privatized governance arrangements."*

[386] CALLIESS, Gralf-Peter; ZUMBANSEN, Peer. *Rough Consensus and Running Code*: A Theory of Transnational Private Law. Oxford: Hart, 2010. p. 76: "[...] *the conceptual stage for the analysis of the law*

Por sua vez, Calliess e Zumbansen (2010, p. 76) analisa que a escolha de uma perspectiva do direito privado no contexto de análise de formas evoluídas de criação de normas transnacionais recebe apoio à luz do alto grau de regulação híbrida que delimita o espaço transnacional. Ademais, indida que o vazio indicado acima para situações em que o direito não indica qual lei ou regulação a ser aplicada no caso concreto é aparente e esse aparente vácuo legal a um nível global que alguns veem como um declínio da soberania estatal é visto como uma oportunidade e outros como o ponto nodal da perspectiva plurarista do direito, o qual é rapidamente preenchido por vários processos de autorregulação e processo confidencitais privados[387]. Nesse sentido, concluem que o movimento de um quadro político nacional enraizado, institucionalizado e historicamente evoluído para o grande desconhecido da arena global continua a ser acompanhado de disputas ferozes sobre categorias e distinções. Dependendo do ponto de vista, os processos de autorregulação podem ser categorizados como regimes privados, combinando normas sociais, resolução alternativa de conflitos e sanções não consideradas jurídicas, que podem ser entendidas como expressões naturais das capacidades de autorregulação do mercado. De outra perspectiva, no entanto, eles podem muito bem constituir uma violação da prerrogativa regulatória do estado. Enquanto o primeiro pode apontar para o bem estabelecido, "evolução espontânea', o aluno alocado ao comerciante da lei, ou lex mercatoria, ou à história triunfante de "lei habilitadora (lei corporativa)", o advogado público continental provavelmente permanecerá cético com em relação à onipresente, aspirações de soberania exibidas pelos empresários da norma privada.[388]

---

merchant by reviewing the three significant trends in local and global governance in which it is implicated. The juridification, plurarization, and privatization of governance arrangements involve both public and private international law, which operate locally, nationally, internationally, and transnationally. However, the significance of private legal ordering in this patchwork of criss-crossing and pluralistic regulation is argued to be obscured by the complex nature of the relationship between private and public international law and the contested status of the law merchant in relation to both bodies of law. These matters are considered in the context of the legal and political distinctions between the private and public spheres, the nature and operation of private international trade law, and the history of the private/public distinction in international law."

[387] CALLIESS, Gralf-Peter; ZUMBANSEN, Peer. *Rough Consensus and Running Code*: A Theory of Transnational Private Law. Oxford: Hart, 2010. p 76: "*the apparent legal vacuum on the global level which some see as decline of sovereignty, others as opportunity and still others as the core of a legal pluralist perspective on society, is fast filled by various processes of self-regulation and 'privace ordering*'".

[388] CALLIESS, Gralf-Peter; ZUMBANSEN, Peer. *Rough Consensus and Running Code*: A Theory of Transnational Private Law. Oxford: Hart, 2010. p 76: "*Yet, the move from an embedded, institutionalized and historically evolved national political framework into the great unknown of the global arena continues to be accompanied by fierce disputes over categories and distinctions. Depending on one's viewpoint, processes of self-regulation can be categorised as private regimes, combining social norms, alternative dispute resolution, and non-legal sanctions, which can them be understood as natural expressions of the market's self-regulatory capabilities. From another perspective, however, they may very well constitute an infringement on the state's regulatory prerogative. While the former can point to the well established,*

Por fim, Calliess e Zumbansen (2010) mencionam que, dada a existência de ordens normativas não consideradas estatais em uma esfera transnacional, a questão decisiva para os advogados parece ser como reconstruir a realidade social de um ponto de vista do direito[389].

8.5 REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO

As regras que obrigam a utilização de contraparte central no mercado de derivativos de balcão estão inseridas em diferentes contextos, sobretudo, regulatório estatal[390] e autorregulatório[391]. Ou seja, tanto essa obrigação está prevista na legislação nacional ou

'spontaneous evolution' o the aready alluded to law merchant, or lex mercatoria, or to the triumphant story of 'enabling (corporate) law', the continental public lawyer is likely to remain skeptical with regard to the ubiquitous, aspirations of sovereignty displayed by private norm entrepreneurs."

389 CALLIESS, Gralf-Peter; ZUMBANSEN, Peer. *Rough Consensus and Running Code*: A Theory of Transnational Private Law. Oxford: Hart, 2010. p. 76: "*given the existence of non-state normative orders in the transnational sphere, the decisive question – for lawyers – seems to be how to reconstruct this social reality from the point of view of 'law'*"

390 Para o entendimento do funcionamento da regulação, ver BALDWIN, R.; CAVE, Martin. Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice. Oxford: Oxford University Press, 1999; BRATHWAITE, John. Rewards and Regulation. *Journal of Law and Society*, London, v. 29, n. 1, p. 12-36, Mar. 2002; BREYER, Stephen G. Regulation and Its Reform. Cambridge, Mass. London: Harvard University Press, 1982; BRUNNERMEIER, Markus et al. The Fundamental Principles of Financial Regulation: Geneva Report on the World Economy 11. International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) e Centre for Economic Policy Research (CEPR). 2009. Disponível em: <https://www.princeton.edu/~markus/research/papers/Geneva11.pdf>. Acesso em: 6 jul. 2016; CROLEY, Steven P. Theories of Regulation Incorporating the Administrative Process. *Columbia Law Review*, New York, n. 98, p. 1-86, 1998; GOODHART, Charles et al. Financial Regulation: Why, How and Where Now? London: Routledge, 1998. Especificamente em relação à regulação estatal brasielira no mercado de capitais, ver EIZIRIK, Nelson Laks. O papel do Estado na regulação do mercado de capitais. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977; SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e estruturas de supervisão do mercado financeiro*. In: SARDENBERG, Amarílis (Org.). Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil: termas para reflexão. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015. p. 97-125. Para uma análise econômica da regulação de mercado, ver CHANG, Ha-Joon. The Economics and Politics of Regulation. Cambridge Journal of Economics, Oxford, v. 21, n. 6, p. 703-728, 1997; GUNNINGHAM, Neil; SINCLAIR. Darren. Designing Smart Regulation. Oxford: Clarendon Press, 1998; HANCHER, Leigh; MORAN, Michael. Capitalism, Culture, and Economic Regulation. In: HANCHER, Leigh; MORAN, Michael (Ed.). *Clarendon Press*. Oxford: Clarendon Press, 1989; HANSON, Samuel G.; KASHYAP, Anil K.; STEIN, Jeremy C. A Macroprudential Approach to Financial Regulation. *Journal of Economic Perspectives*, Nashville, Tenn.] v. 25, n.1, p. 3-28, 2011; HERRING, Richard J.; LITAN, Robert E. Financial Regulation in the Global Economy. Washington (DC): The Brookings Institution, 1995.

391 Ver AYRES, Ian; BRAITHWAITE, John. Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate. Oxford: Oxford University Press, 1992 para uma abrangente discussão entre regulação estatal e autorregulação. Ver também MCCRUDDEN, Christopher. Social Policy and Economic Regulators: Some Issues from the Reform of Utility Regulation, Regulation and Deregulation. Oxford: Oxford Clarendon Press, 1999; MAJONE, Giandomenico. Paradoxes of Privatization and Deregulation. *Journal of European Public Policy*, v. 1, n. 1, June, 1994; COOK, Paul; UCHIDA, Yuichiro. Privatisation and Economic Growth in Developing Countries. In: CENTRE ON REGULATION AND COMPETITION. Institute for Development Policy and Management. Working Paper Series. Manchester: University of Manchester, 2001. Paper 7. Disponivel em: <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/30634/1/cr010007.pdf>. Acesso em: 20 dez. 2017. Para um entendimento relacionado ao contexto 'pós-regulatório', ver BLACK, Julia. Decentring Regulation: Understanding the Role of Regulation and Self-regulation in a 'Post-regulatory'

regional no caso da União Europeia, como pode estar nos normativos criados pelas próprias contrapartes centrais, os quais passam pelo crivo da autoridade regulatória competente antes de estar em vigor e serem obrigatórios para os participantes do correspondente mercado.

Em que pese haver uma grande história de internacionalização esparsa e localizada, pode-se, hoje, aquilatar essa tarefa a partir da perspectiva de que os mais relevantes mercados financeiros locais se encontram interconectados de forma ostensiva. Imbricação tornada possível em face de um desenvolvimento tecnológico sem igual, capaz mesmo de permitir que os operadores desses mercados tenham informação e influência global em tempo real. Ou seja, o acesso às informações e a tomada de decisão ultrapassam as fronteiras físicas dos Estados, bem como ultrapassam os efeitos de quaisquer condutas tomadas nesse âmbito. O impulso pragmático do movimento que amplia a integração e harmonização de tecnologia e normatização privada de ativos financeiros globais se aplica na medida em que regras locais são obrigatórias para todos os participantes que atuarem em determinado mercado, sejam esses participantes locais ou estrangeiros. Por exemplo, um investidor estrangeiro que realiza uma operação no mercado de derivativos de bolsa do Brasil, deve seguir a regra de compensar e liquidar a sua obrigação por uma contraparte central nos termos dos normativos da bolsa brasileira, esteja ele em qualquer lugar do mundo.

Ao tornar-se participante de um mercado, por exemplo, o mercado brasileiro, um investidor estrangeira adota as regras do mercado brasileiro, incluindo as regras dos normativos da bolsa brasileira em que realizar seus investimentos. Um detalhe interessante para essa análise está no fato de a bolsa brasileira aceitar o depósito de garantias no exterior para assegurar o cumprimento das obrigações realizadas em alguns dos seus mercados e, portanto, aplicar-se-á para esse investidor também regras do local onde estiverem depositados os ativos financeiros objeto da garantia. Por exemplo, se um investidor norte-americano estabelecido no estado de Nova Iorque realizar um investimento na bolsa brasileira, seus investimentos serão ditados pelas regras brasileiras e pelos normativos da bolsa brasileira, os quais permitem que o investidor entregue, em garantia de suas operações ativos depositados em central depositária estabelecida nos Estados Unidos, sendo, para esses ativos, aplicadas as regras de constituição de garantia e execução do local onde os ativos estão localizados e, no que se refere à insolvência, a lei do local onde o estabelecimento a ser avaliado se localiza, ressalvadas as restrições de cada uma das legislações de cada estado e região.

World. *Current Legal Problems*, 54, p. 103-146, 2001; BLACK, Julia. Critical Reflections on Regulation. CARR (Centre for Analysis of Risk and Regulation at LSE). *Discussion Paper*, n. 4, Jan., 2002.

8.6 ANÁLISE ECONÔMICA DA OBRIGAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE CONTRAPARTE CENTRAL PARA COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE OBRIGAÇÕES DECORRENTES DE OPERAÇÕES ENVOLVENDO DERIVATIVOS DO MERCADO DE BALCÃO SOB UMA PERSPECTIVA DOS MERCADOS EMERGENTES – ESPECIAL REFERÊNCIA AO BRASIL

Com relação aos aspectos econômicos aplicáveis ao direito que regula o mercado de ativos financeiros sob uma perspectiva global, são expostas as principais discussões relacionadas ao papel do direito na constituição e na regulação desse mercado do ponto de vista de uma análise que pode ser denominada para a presente tese de Direito e Mercado ou Direito e Mercado Econômico, envolvendo alguns dos elementos da análise econômica do direito, exclusivamente fazendo referência àqueles mais recentes utilizados pelos autores contemporâneos das análises realizadas sobre esse mercado[392], não pretendendo avaliar com profundidade todas as escolas clássicas de *Law and Economics*[393].

---

[392] Ver FRIEDMAN, David D. Law's Order: What Economics has to do with Law and Why it Matters. Princeton University Press, 2000; MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stephan. Análise Econômica do Direito. Tradução Rachel Sztajn. São Paulo: Atlas, 2015; SALAMA, Bruno. O que é Direito e Economia. In: TIMM, Luciano Benetti (Org.). *Direito e Economia*. 2. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008; TIMM, Luciano Benetti. Direito e Economia. 2. ed. Porto Alegre, Livraria do Advogado, 2008. Para uma análise sistêmica e custo de transações, ver WALLERSTEIN, Immanuel. *World-Systems Analysis*: An Introduction. Duke University Press, 2004; WILLIANSON, Oliver Eaton. Transactions-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. *Journal of Law and Economics*, Whashington, v. 22, p. 233–62, 1979.

[393] As discussões apresentadas por autores como Guido Calabresi, Ronald Coase e Robert Posner da chamada escola clássica de Law and Economics não avaliam em si o mercado de ativos financeiros e valores mobiliários que tem como objeto o direito e o capital circulado no mundo, sendo necessário avaliar as discussões pertinentes mais recentes aplicáveis a esse mercado, com a intenção de trazer limites para o escopo e análise dessa tese. A respeito, ver: CALABRESI, Guido. Concerning Cause and the Law of Torts: An Essay for Harry Kalven, Jr. University of Chicago Law Review, Chicago, v. 43, n. 1, p. 69-108. 1975; CALABRESI, Guido. Optimal Deterrence and Accidents. *Yale Law Journal*, New Haven, CT, v. 84, n. 4, p. 656-671. 1975; CALABRESI, Guido. Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts. *Yale Law Journal*, New Haven, CT, v. 70, n. 4, p. 499-553, 1961; CALABRESI, Guido. The Cost of Accidents. New Haven, Conn.: Yale Univ. Press. 1970; CALABRESI, Guido. The Decision for Accidents: An Approach to Non-Fault Allocation of Costs. *Harvard Law Review*, Cambridge, Mass, v. 78, n. 4, p. 713-745. 1965; CALABRESI, Guido. Transaction Costs, Resource Allocation and Liability Rules: A Comment. *Journal of Law and Economics*, Whashington, v. 11, n. 1, p. 67-73. 1968; CALABRESI Guido; HIRSCHOFF, Jon T. Toward a Test for Strict Liability in Torts. Yale Law Journal, New Haven, CT, v. 81, n. 6, p. 1055-1085, 1972; CALABRESI, Guido; MELAMAD, A. Douglas. Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral. Harvard Law Review, Cambridge, Mass, v. 85, n. 6, p. 1089-1128; COASE, Ronald H. The Problem of Social Cost. Journal of Law and Economics, n. 3, p. 1-44, 1960; STIGLER, G. The Theory of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*, n. 2, p. 3-21, 1971. Para o entendimento de uma análise microeconômica do direito, ver DIMAGGIO, Paul. *The Twenty-First-Century Firm: Changing Economic Organization in International Perspective*. Princeton: University Press, 2009. Ver, ainda, FARIA, José Eduardo. *O Estado e o Direito depois da Crise*. São Paulo: Saraiva, 2011, cuja análise econômica do direito teve sua origem em texto apresentado ao seminário "*Law and Economic Globalization*", realizado pelo *International Institute for Sociology and Law*

A perspectiva de análise proposta no desenvolvimento dessa tese, embora seja uma abordagem um pouco diferente daquelas realizadas por livros de *Law and Economics* ou *Economic Analisys of Law*, não deve ser assemelhada a uma avaliação voltada para a explicação de como a lei e as instituições legais se relacionam com os mercados e as instituições de mercado do ponto de vista de políticas públicas e organização social, não levando em consideração perspectiva de *Law and Society* ou *Law, Culture, and the Humanities*[394].

Dessa forma, a análise da obrigação de utilização de contraparte central para compensação e liquidação de derivativos do mercado balcão sob uma perspectiva do mercado de balcão sob uma perspectiva do mercado[395] leva em consideração os seguintes elementos estabelecidos essencialmente no trabalho do FSB em 2016 para países emergentes, incluindo o Brasil:[396] volume de negócios globais[397] e produto interno bruto – PIB[398].

(IILS), em 2009. Para José Eduardo Faria, as teorias econômicas importantes do século XX são a de Joseph Alois Schumpeter e de John Maynard Keynes, os quais expõem que os paradigmas que as crises trazem incluem também um desafio de caráter teórico. Ademais, explica a relação atualizada entre o direito, o poder político e a economia em nível internacional, ressaltando problemas como: a dificuldade da unificação legislativa, o fato de as operações econômicas se darem em nível global, enquanto sua regulação é local, ressaltando uma tensão intrínseca entre capitalismo e democracia e a relação entre a crise econômica, o Estado nacional e crises sociais. O cenário de internacionalização das decisões econômicas em um período pós-crise dita o futuro do direito e, por conseqüência, da atuação do Estado, sendo traçados pleo autor cinco cenários hipotéticos: (i) a criação de um "estado mundial e um direito global", (ii) o retorno ao Estado forte e forte regulação normativa, (iii) um cenário de governança mundial e direito sem o Estado, onde o direito mundial seria produzido basicamente por entidades internacionais, órgãos intergovernamentais e organismos supranacionais, (iv) a formação de blocos comerciais e "multisoberania"- basicamente no formato dos blocos de integração regional- e (v) a globalização econômica com a expansão dos sistemas privados de governança da atividade econômica, sem colisão com o direito positivado pelo Estado (os dois últimos cenários se concretizariam segundo o autor, que indica, no último, uma desjuridificação e procedimentalização formando um sistema jurídicos de "múltiplos niveis", e defende a convivência de um menor direito positivo e menos mediação das instituições políticas em prol de uma normatividade emanada de diferentes formas de contrato, autoregulação e autocomposição.

394 A respeito, cf. MALLOY, Robin Paul. *Law in a Market Context*: An Introduction to Market Concepts in Legal Reasoning. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

395 Ver BLISS, Robert; STEIGERWALD, Robert. Derivatives Clearing and Settlement: A Comparison of Central Counterparties and Alternative Structures. *Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago*, v. 30, n. 4, p. 22–29, 2006. Para adicional entendimento do mercado de infraestruturas de mercado, inclusive sobre a discussão econômica existente entre as vantagens e desvantagens para a utilização de uma contraparte central em meio às demais estruturas do mercado financeiro. Para a inserção da utilização de uma contraparte central em busca da estabilidade financeira mundial, ver HILLS, Bob et al. Central Counterparty Clearing Houses and Financial Stability. *Bank of England Financial Stability Review*, London, n. 6, p. 122–134, 1999.

396 UPPER, Christian; VALLI, Marcos. "Emerging Derivatives Markets?" BIS *Quarterly Review*, Dec., 2016. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612g.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2017.

397 Em inglês '*global turnover*' significa o volume ou o valor (*notional value*) total de derivativos negociados em um determinado período.

398 Produto interno bruto representa a soma, em valores monetários, de todos os bens e serviços finais produzidos numa determinada região, durante um determinado período.

De acordo com o estudo do FSB, apenas 10% do volume total negociado em todo o mundo de derivativos compreendido no período de outubro a dezembro de 2016 representa aqueles derivativos denominados em uma moeda de um país considerado economicamente emergente. Essa porcentagem representa um número muito menor que a porcentagem do valor do produto interno bruto dessas economias emergentes em relação ao PIB de todo o mundo ou das negociações realizadas ao redor do mundo.

Esse dado apenas nos mostra que não há relevância do mercado de derivativos do Brasil e de outras economias emergentes se comparado a outras economias do mundo. Se analisar esse dado isoladamente, poderia chegar a uma conclusão errônea de que, assim, a regulação do Brasil para o mercado de derivativos não seria suficientemente relevante para determinar uma adequação às regras internacionais relativas à reforma do mercado de derivativos. Se fosse assim, esses 10% do mercado global de derivativos não teria qualquer determinante para que o mercado brasileiro seguisse as tendências internacionais e dedicar esforços para que sua regulação esteja adequada e equivalente aos padrões internacionais do mercado financeiro.

Ocorre, contudo, que o mercado de derivativos não está relacionado apenas ao seu volume de negociação puramente isolado, mas aos riscos que o total e derivativos negociados carrega durante o período em que esses contratos estão em vigor. De acordo com estudo do FSB, os contratos derivativos em economias emergentes são usados em sua maior parte para mitigar riscos de crédito existentes no país em que está estabelecido, isto é, estão atrelados a outras operações de crédito que repassa esses créditos para outras operações e assim sucessivamente, criando-se, assim, um risco de crédito sistêmico. A relevância, portanto, está para o mercado local e não global. Por que, então, seria necessário criar regras no Brasil que fossem equivalentes às regras internacionais se a preocupação da regulação brasileira voltada para essse mercado estaria concentradas aos efeitos dessas operações apenas no Brasil?

Para responder essa pergunta, é necessário entender questões de contabilidade internacional e verificar o quão interligado estão os assuntos relacionados ao mercado financeiro e sua regulação. Como explicado anteriormente, o mercado financeiro atua em sua tolidade de forma integrada e interconectada, de forma que os reguladores internacionais consigam enxergar não apenas as informações nacionais, mas de toda a atuação das instituições financeiras ao redor do mundo. A regulação prudencial internacional determina que a apuração das negociações realizadas por uma instituição financeira leve em consideração não apenas o volume negociado pelas matrizes, mas também pelas filiais e

subsidiárias localizadas ao redor do mundo. Assim, os riscos negociados por uma instituição financeira global com os contratos de derivativos no Brasil geram efeitos para as matrizes localizadas geralmente nos mercados de economias mais relevantes em termos de volumes, como Estados Unidos, Reino Unido e União Europeia.

Com relação aos riscos envolvidos no mercado de derivativos de países emergentes, esses representam uma importância sistêmica, na medida em que estão relacionados a diversas outras operações que envolvem todo o mercado financeiro e também o mercado nao considerado financeiro. Geralmente os contratos derivativos do mercado de balcão estão atrelados a outras operações financeiras realizadas por outras empresas no mercado. Assim, os riscos suportados pelas partes de um contrato derivativo afetam não apenas essas partes, mas também toda a cadeia de operações que está por traz desses contratos[399]. Em outras palavras, a incapacidade de cumprimento de uma obrigação de um contrato derivativo pode gerar a falta de crédito para outras operações subordinadas e vinvuladas e, assim, o efeito estaria envolvido em todo o mercado de forma sistêmica, afetando a estabilidade financeira não apenas das duas partes daquele contrato, mas a estabilidade financeira de todo o país, no caso dos mercados emergentes, cujo mercado de derivativos é considerado *onshore* e sua maior parte está sendo negociado em âmbito interno. Diferentemente de outras economias, que negociam em sua maior parte contratos derivativos baseados em moedas de outros países e realizam operações *offshore*, gerando, assim, efeitos não apenas internos, mas també para outras economias no globo – razão pela qual a crise financeira de 2007 foi considerada global e não apenas de um determinado país ou conjunto de paíes como, por exemplo, os Estados Unidosm Reino Unido ou a União Europeia, onde os efeitos da referida crise foram mais acentudados.

Decorre-se, portanto, da exposição realizada acima, a identificação de dois fatores econômicos essenciais para a construção da regulação voltada para o mercado financeiro: (i) a integração contábil das instituições financeiras globais; e (ii) os riscos envolvidos nas operações de derivativos nos mercados emergentes. Tanto um quanto o outro estão associados à regulação prudencial do mercado financeiro, a medida que são avaliados e controlados por uma autoridade regulatória para asseguar a estabilidade financeira do mercado em que atuam e, assim, o seu desenvolvimento econômico. No Brasil, essa regulação prudêncial é realizada pelo Banco Central do Brasil por meio da implementação no mercado local de regras e padrões interancionais, assim como visto anteriormente. Torna-

[399] Ver BLISS, Robert: KAUFMAN George G. Derivatives and Systematic Risk: Netting, Collateral and Closeout. *Journal of Financial Stability*, Amsterdam n. 2, p. 55–70, 2006.

se, portanto, impossível, a economia de mercado que se pretende se manter em um mercado financeiro global atualmente sem que possua suas regras equivalentes aos padrões internacionais.

Cabe ressaltar a craicao e implementação de sanções a serem aplicadas pelas entidades reguladoras de cada mercado para aquelas entidades que realizam operações de contratos derivativos em outros mercados que não sigam regras equivalentes aos padrões internacionais. Por exemplo, as regras de requerimento de capital para mitigação de riscos de operações de derivativos são significativamente mais rigorosas quando essas operações são realizadas em países cujas regulamentações não adotam os padrões internacionais em suas regulações como, por exemplo, países que não seguem os princípios e recomendações do Banco para Liquidacoes Internacionais (BIS).

Por qual razão haveria a necessidade de regular mercados financeiros de uma forma prudencial e com padrões internacionais? A razão está, sobretudo, no fato de os investimentos realizados nesses mercados serem baseados em análises dos riscos envolvidos nesses mercados. Mercados emergentes tendem a aprestar economias e mercados financeiros mais voláteis (mudam com mais frequência) que os mercados de economias mais desenvolvidas. Assim, o proposito das regulações nacionais de mercados emergentes está na busca de exigir padrões das entidades locais que sejam equivalentes aos padrões exigidos das entidades de outros países com economias consideradas avançadas, que, por sua vez, seguem os padrões internacionais. A essência é alcançar uma harmonização no âmbito nacional para uma uniformização criada no âmbito internaiconal e, com isso, viabilizar o fluxo de investimentos para as economias emergentes, os quais, segundo o estudo do FSB, estão focados na abilidade de negociar os riscos atrelados à uma economia emergence (ie os riscos mitigados pelos contratos de derivativos denominados em moedas, taxa de juros e taxa de câmbio desses mercados, incluindo aqueles negociados *offshore*) do que no conhecimento de como esses contratos são negociados localmente.

Além dos dois fatores avaliados acima, caber incluir um terceiro elemento nessa análise do mercado de derivativos dos mercados economicamente emergentes que é o valor desses contratos em relação ao valor dos contratos negociados em mercados considerados economicamente avançados. Enquanto os riscos envolvidos nas operações de derivativos dos mercados emergentes possam ser considerados concentrados em um mercado local devido ao seu desenvolvimento ser par ao mercado interno (*onshore*), há também a questão a ser analisada sob a perspectiva do valor que esses contratos representam para a economia global como um todo. Não apenas em relação ao crescimento da produção local, as taxas de

câmbio, a inflação nacinoal ou o fluxo de capitais internos dessas economias emergentes, mas também com relação ao quanto esses contratos derivativos representam para a economia mundial. O estudo do FSB realizado em 2016 revela que as economias emergentes representam um terço de toda a economia global quando medidas em taxas de câmbio e aproximadamente metade quando consideradas em poder de compra. Ademais, as economias emergentes representam 36% das transações comerciais realizadas ao redor do mundo no período analisado. Contudo, como exposto acima, os contratos derivativos que representam referidas operações comerciais denominados nas moedas dos países das economias emergentes ou com base nas taxas de juros dessas economias compreendem a apenas 10% de todo o volume global de derivativos negociados – apesar de notável crescimento em alguns casos nos recentes anos.

8.6.1 COMPARAÇÃO ENTRE OS MERCADOS DE DERIVATIVOS DOS MERCADOS ECONOMICAMENTE EMERGENTES E DOS MERCADOS CONSIDERADOS ECONOMICAMENTE AVANÇADOS[400]

Como indicado acima, os mercados derivativos foram estudados considerando os contratos derivativos denominados em taxa de câmbio, taxa de juros e moedas negociados interna e internacionalmente, ainda que a maior parte (75-90%) sejam baseados, em países emergentes, em contratos denominados em taxa de câmbio. No Brasil (56%), assim como na Hungria (59%), Chile (66%), África do Sul (67%) e México (68%), essa relação é menor, da mesma forma que na maioria dos países com economias avançadas. Outra característica dos mercados emergentes é o fato de que a maioria dos contratos derivativos em mercados emergentes serem liquidados de forma financeira, ou seja, não de fato a entrega do ativo subjacente. Por exemplo, no Brasil, 75% dos contratos são liquidados financeiramente. A maioria dos contratos derivativos considerados *offshore* são negociados em centros financeiros mundiais e geralmente levando em consideração o fuso horário dos países. Enquanto os contratos derivativos sulamericanos são negociados em Nova Iorque, os contratos europeus são negociados em Londres e os asiáticos em Hong Kong e Cingapura.

[400] Foram considerados os contratos denominados nas moedas dos mercados economicamente emergentes dos seguintes países: Argentina, Bulgária, Sérvia, Brazil, Chile, China, Colômbia, República Checa, Hungria, Indonesia, Israel, Índia, Corea do Sul, México, Malásia, Peru, Filipinas, Polônia, Romênia, Rússia, Arábia Saudita, Tailândia, Turquia, Taiwan e África do Sul.

Dessa forma, buscou-se avaliar, no estudo realizado pelo FSB, a comparação entre o volume negociado em contratos derivativos e o valor do produto interno bruto dos países envolvidos. Essa relação é necessária para que se possa verificar o quanto o risco das operações de um determinado país está sendo mitigado por meio de contratos derivativos, uma vez que, como indicado acima, os derivativos servem de instrumentos financeiros criados por instituições financeiras para suportar riscos de operações não consideradas financeiras a um custo de administração desses contratos. Em países avançados, essa relação *volume negociado – PIB* é de aproximadamente 20%, enquanto que na maioria dos países emergentes, essa porcentagem não ultrapassa os 5%, salvo exceções como na África do Sul e na Hungria. Umas das conclusões dessa análise comparativa se refere ao fato de que nos países avançados é mais fácil avaliar os riscos envolvidos nas operações a eles vinculadas e, assim, calcular os riscos a elas envolvidos que seriam analisados e suportados pelas instituições financeiras que seriam as partes desses contratos derivativos. Ou seja, se não há a possibilidade de mensurar os riscos envolvidos, consequentemente não haveria a possibilidade de criar contratos derivativos que os suportem e, assim, esse seria o potencial motivo pelo qual em países emergentes haveria um número menor de contratos derivativos em comparação aos países economicamente avançados para mitigar operações que resultam no produto interno bruto de um país, que leva em consideração todas as operações de exportação e importação de um determinado país.

A conclusão do estudo feito pelo FSB foi no sentido de que o baixo volume de derivativos utilizados em mercados emergentes demonstra alguns fatores característicos desses mercados, quais sejam: baixo nível de desenvolvimento financeiro (medido a partir do tamando do mercado de títulos privados vinculados a moeda nacional), baixa integração com a economia global (medida por meio das obrigações assumidas internacionalmente) e baixa renda per capita, bem como o fato de os residentes em países emergentes usar seus ativos mantidos no exterior em substituição dos contratos derivativos como garantia contra os riscos das operações assumidas *offshore* em moedas extrangeiras.[401]

[401] UPPER, Christian; VALLI, Marcos. "Emerging Derivatives Markets?" BIS *Quarterly Review*, Dec., 2016. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612g.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2017. p. 79: "*Our regression results suggest that the weaker turnover in EME reflects several factors, including a lower level of financial development (as measured by the size of the bond market in domestic currency), less integration in the global economy (as measured by the size of international liabilities) and lower per capita income. They also suggest that EME residents use their external asset holdings as a substitute for derivatives to hedge currency risk.*"

8.6.2 CARACTERÍSTICAS DO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO DE DERIVATIVOS NEGOCIADOS NO MERCADO DE BALCÃO

Embora em números econômicos, conforme exposto acima, não haja relevância do mercado financeiro brasileiro, em relação à questões regulatórias e jurídicas, o mercado de derivativos brasileiro leva vantagem em relação à reforma exigida no mundo inteiro na medida em que a maioria dos contratos derivativos no Brasil são, desde 2004, negociados em ambiente eletrônico e liquidados por contraparte central. Enquanto que isso não ocorria em escsala tão grande no restante dos países seja de economia emergente como de economia avançada.

De acordo com o estudo do FSB[402], o Brasil é um caso isolado entre as economias emergentes no que se refere ao mercado de derivativos. Seu mercado é relativamente significativo em volume negociado e muito bem desenvolvido em seu âmbito interno, o qual negocia tanto taxas de juros como taxas de câmbio, bem como ações e mercadorias. Os contratos futuros e as opções são liquidados financeiramente e em moeda local (ie Real). O FSB conclui que o mercado brasileiro só é desenvolvido de forma relevante porque a maior parte desse mercado é negociada e liquidada em bolsa e por meio de contraparte central.

Os instrumentos financeiros utilizados no Brasil têm como origem a necessidade de inovação financeira para lidar com a instabilidade presente na história da economia brasileira. A alta e volátil inflação é dos elementos que contribuiu para essa instabilidade (final dos anos 80 e começo dos anos 90), bem como a grande quantidade de empréstimos realizados a partir da metade dos anos 90, quando a o novo Plano Real gerou uma maior estabilidade da taxa de câmbio e redução da inflação. No que se refere ao mercado *offshore*, esses fatos contribuíram para a alta demanda de contratos futuros baseados em taxas de câmbio.

A estrutura regulatória brasileira criou restrições para a realização das operações de derivativos no mercado de balcão, conforme exposto anteriormente, incentivando a migração desse mercado para o mercado de bolsa. Sob a perspectiva tributária, há vantagens em realizar as operações em mercado de bolsa, pois o valor compensado se torna benéfico entre as partes, já que em mercado de bolsa a compensação é multilateral e não bilateral conforme o mercado de balcão propriamente dito (realizado bilateralmente entre as partes

[402] UPPER, Christian; VALLI, Marcos. “Emerging Derivatives Markets?” BIS *Quarterly Review*, Dec., 2016. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612g.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2017. p. 75.

fora de um ambiente supervisado por uma entidade organizadora de mercado como, por exemplo, uma bolsa de valores).

Outro elemento contributivo para o desenvolvimento do mercado de derivativos de balcão no Brasil foi o fato de haver regras restritivas de operações com moedas estrangeiras, inclusive para liquidação de contratos, os quais devem ser feitos em moeda local (ie Real). O acesso ao mercado à vista de câmbio é altamente restritivo a determinadas específicas instituições financeiras, bem como os depósitos em contas estabelecidas no Brasil não podem ser feitas em moedas estrangeiras. Ademais, o Real não é uma moeda completamente conversível e não pode ser enviada para fora do Brasil, o que impede o desenvolvimento de sua liquides (entrega) em mercados *offshore*. Dessa forma, o mercado de derivativos *onshore* brasileiro é mais desenvolvido que o mercado *offshore*, todo ele concentrado basicamente em mercado de contrato futuro de taxa de câmbio.

Esse mercado futuro de câmbio tornou-se líquido o suficiente para o Banco Central do Brasil se utilizar-se dele para manutenção da taxa de câmbio. O Banco Central do Brasil usa o Banco do Brasil S.A. para realizar operações de futuro de taxa de câmbio (*US Dollar – Brazilian Real*) liquidadas financeiramente com outros bancos do mercado. Essa é uma intervenção do governo brasileiro na taxa de câmbio utilizando-se do mercado financeiro. Após a crise financeira mundial de 2007, o governo brasileiro passou a realizar inúmeras operações de 'recompra' de contratos futuros de taxa de câmbio com a intenção de lidar com a liquidez de operações baseadas em dólar americano já que o seu fluxo estava basicamente em direção aos Estados Unidos e como forma de mitigar riscos envolvidos no setor privado, bem como para realizar reservas de moedas estrangeiras para desenvolvimento de sua política cambial.

Dessa forma, o mercado de derivativos brasileiro é profundamente desenvolvido e possui um alto grau de inovação, o que o auxiliou a ser resiliente em momentos de estresses financeiros locais e, principalmente, mundiais. Não foi apenas durante a crise financeira de 2007 que o mercado brasileiro de derivativos de balcão sofreu pouca turbulência. Podem-se citar também outros eventos mundiais como, por exemplo, a crise financeira do leste asiático (1997), a moratória russa (1998), o abandono do real (1999), a inadimplência da Argentina (2001) e a recente crise fiscal e política brasileira (2015). Não há dúvidas de que o mercado de derivativos brasileiro foi utilizado de forma astuta para prevenir piores efeitos decorrentes de riscos elevados de crédito e de instabilidade financeira.

Em relação a esse ponto, cabe mencionar Dodd and Griffith-Jones (2007)[403], que também foi citado na análise do FSB, para comprovar que o Brasil, no que se refere ao mercado financeiro, inclusive o de derivativo, há um alto grau de transparência, baixo custo e liquidez, e é utilizado por um grande número de intermediários e investidores. Os riscos de contraparte do mercado de derivativos, no Brasil, já são mitigados há um significativo tempo, por meio de contraparte central administrada pela bolsa de valores brasileira, a qual segue primorosamente as boas práticas, recomendações e princípios interancionais em sua gestão, funcionamento e administração de riscos. Por exemplo, o projeto de integração de mercados em sua administração de riscos e a integração de suas camaras de compensação e liquidação melhora as condições para a compensação entre os mercados de derivativos nacionais e internacionais, mitigando riscos e reduzindo a necessidade de os intermediários estabelecerem garantias adicionais àquelas requeridas pelas câmaras. A bolsa de valores e as câmaras de compensação e liquidação brasileiras atuam como parceiras dos intermediários das operações do mercado de derivativos de balcão no Brasil, assegurando o cumprimento de todas as operações realizadas em seus ambientes que sejam liquidados por suas câmaras de compensação e liquidação.

[403] DODD, R. GRIFFITH-JONES, S. Brazil's derivatives markets: hedging, central bank intervention and regulation. *Informes y Estudios Especiales*, *United Nations Publications*, n. 20, Dec., 2007.

CONCLUSÕES

A primeira conclusão mais clara desse trabalho está voltada para o reconhecimento da existência de um esforço cooperativo internacional em reestabelecer a estabilidade e a solidez do sistema financeiro internacional e do crescimento econômico mundial que surgiu após um momento de crise financeira, o que se deu, como se apresenta nessa tese, por meio da imposição de regras para participantes do mercado de derivativos de balcão, onde sua atuação era considerada livre e praticamente sem supervisão e fiscalização regulatória em muitos mercados ao redor do globo, espcialmente nos Estados Unidos e na União Europeia.

A criação, em escala mundial, da obrigação de utilização de contraparte central que assegure o cumprimento das obrigações decorrentes de operações de derivativos de balcão começou a ser implementada por meio de mobilização e cooperação internacionais para se alcançar, em um primeiro momento, a uniformização de princípios, recomendações, regras e condutas relacionadas ao tema no âmbito de um direito regulatório internacional reformulado e, após, a harmonização dos arcabouços jurídicos regulatórios nacionais, com o fim de que todos sejam considerados equivalentes sobre esse tema.

Uma vez estabelecida e desenvolvida uma cooperação internacional, bem como delegadas as adequadas funções para o FSB, BIS e IOSCO, os estudos e análises necessários, incluindo as pesquisas jurídicas e econômicas, foram realizados e identificados os pontos em que existia uma primordial carência de regulação para o mercado financeiro e, assim, passaram a elaborar e publicar os princípios e recomendações a serem observados em geral para que a estabilidade financeira e o desenvolvimento econômico mundial fossem reestabelecidos. Para tanto, como exemplo tomado para estudo nessa tese, o mercado de derivativos de balcão, assim como tantos outros temas, forma objeto de regulação internacional, regional e nacional.

Pode-se dizer, em conclusão, que no âmbito international, os reguladores funcionais internacionais mencionados (ie FSB, BIS e IOSCO) atuaram e concluíram suas tarefas iniciais de criar regras para o mercado de derivativos de balcão no que se referia ao propósito acordado na reunião do G20 de 2009. O que se deve e busca-se fazer nesse momento, é veririfcar se as regras criadas precisam ser revistas para que possam se ajustar às necessidades do mercado após a sua implementação. Por exemplo, as regras de requerimento

de capital realizadas por meio do Acordo de Basileia III já tiveram sua revisão iniciada e pensa-se em ser implementada uma quarta fase desse Acordo (ie Basiléia IV)[404].

Em relação à harmonização das regras no âmbito regional e nacional, apesar de bastante avançada no que se refere ao mercado de derivativos de balcão, ainda muito precisa ser feito para que haja a desejada equivalência entre essas regras para todas as jurisdições. O esforço iniciado após a crise financeira mundial de 2007 foi contínuo e gerou bons resultados no sentido de harmonizar regras regionais e nacionais, porém, muitos países ainda carecem de proatividade nesse sentido. Novamente no cenário econômico e jurídico internacional o calor dos esforços em alcançar referida harmonização se concentra nos centros financeiros mundiais. Todos os outros mercados mundiais ou ainda estão se aquecendo nesse sentido, pois se aproximam de alguma maneira dos citados pólos financeiros ou, se não se aproximam, ainda se encontram passivos a qualquer reforma a vista e, consequentemente, prejudicando seus mercados financeiros e se isolando em relação às demais economias.

Os Estados Unidos e a União Europeia desenvolveram, e muito, suas regulações em relação ao mercado financeiro, especialmente com relação ao mercado de derivativos de balcão e exercem hoje uma rigorosa e abrangente supervisão de seus mercados para que haja, de fato, a aplicação das regras criadas a partir dos acordos do G20. Nas demais regiões do globo que se prontificaram em contribuir para a harmonização de suas regras voltadas para o mercado financeiro apresentam diferentes estágios de implementação. Como exemplos semelhantes, o Brasil e a Austrália, que possuem características semelhantes em questão de mercado de derivativos, já que ambos os mercados são concentrados em seu âmbito interno, tiveram diferentes abordagens para a implementação do quanto acordado internacionalmente. Enquanto o Brasil já possuía praticamente todos os requerimentos exigidos pela reforma desde 2001, sendo necessário apenas um ajuste em 2011, 2013 e 2015, a Austrália precisou avaliar a questão em âmbito internacional e apenas em 2015, após verificar que não possuía referido requerimento regulatório, realizou a publicação de regras

[404] Ainda se encontram em fase de estudo os trabalhos de implementação de Basileia IV, mas fala-se em sua vigência a partir de 2021. Ver AMORELLO, Luca. "Beyond the Horizon of Banking Regulation: What to Expect From Basel IV". *Harvard International Law Journal*, n. 58, p. 21-38, Fall 2016. Online Journal. Disponível em: <http://www.harvardilj.org/wp-content/uploads/Amorello_FORMATTED_FINAL.pdf>. Acesso em: 27 nov. 2017; MAGNUS, M. et al. European Parliament, Economic Governance Support Unit, "Upgrading the Basel standards: from Basel III to Basel IV?" (Outubro 2017). KPMG, 'The world awaits – Basel 4 Nears Completion', December 2016. Disponível em: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights/2016/12/the-world-awaits-basel4-nears-completion-fs.html>. Acesso em: 27 nov. 2017; FIS, Basel IV: Coming if You're Ready or Not (2016). Disponível em: <https://www.fisglobal.com/solutions/institutional-and-wholesale/commercial-and-investment-banking/-/media/fisglobal/files/documents/basel-iv-coming.pdf>. Acesso em: 27nov. 2017.

para implementar a obrigação de utilização de câmara de compensação e liquidação para o mercado de derivativos de balcão e reformulou o mercado de derivativos de balcão. O que é importante notar e levar como exemplo do estudo realizado da jurisdição australiana é o fato de, ao contatar a ausência de regras nacionais exigidas no âmbito internacional, a Austrália realizou consulta aos participantes do mercado e atuando ativamente em uma cooperação econômica e jurídica internacional elaborou suas regras baseando-se na necessidade regulatória tanto *onshore* como *offshore*. Isso foi feito na medida em que se necessitava, uma vez que não se verifica uma obrigação abrangente, como ocorre no Brasil, para todos os derivativos de balcão, mas sim apenas aqueles que de fato geraram e geram riscos em um mercado *offshore* e, assim, devem ser liquidados por meio de contraparte central.

A relevância do mercado de derivativos e a alta qualidade do mercado financeiro brasileiro que apresenta grau avançado de inovação e tecnologia bem como de mecanismos de administração de riscos que asseguram a estabilidade financeira incerem o Brasil em um contexto regulatório internacional bastante relevante. Essa abordagem poderia ser usada como exemplo para todas as outras esferas do direito internacional para que as relações internacionais e o desenvolvimento econômico do Brasil pudessem estar cada vez mais próximos dos pólos financeiros e comerciais internacionais. Caso contrário, vê-se um futuro de isolamento de um país que tem tanto potencial para crescimento.

REFERÊNCIAS

LIVROS E ARTIGOS PUBLICADOS EM REVISTAS ESPECIALIZADAS

ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1996.

AHMED, Habib, 'Islamic finance at a crossroads: the dominance of the asset-based sukuk' *Journal of International Banking and Financial Law*, London, v. 25, n. 6, p. 366-367, june. 2010.

ALDOHNI, Abdul Karim, 'The challenge of Islamic banking disputes in the English courts: the applied law'. *Journal of International Banking and Financial Law*, London, n. 6 p.350. 2009.

ANDRESEN, Svein. Secretary General, Financial Stability Board – FSB. Reforming derivatives markets: a stocktake. *ISDA Annual General Meeting*, n. 10, p. 2-3, May 2017. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Andresen-ISDA-Reforming-derivatves-markets-a-stocktake.pdf>. Acesso em: 29 ago. 2017.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

AYRES, Ian; BRAITHWAITE, John. *Responsive Regulation*: Transcending the Deregulation Debate. Oxford: Oxford University Press, 1992.

BALDWIN, Peter; ANDREW, Barker; ROTENBERG, Andrew. 'Enforcing security: the challenges'. *Journal of International Banking and Financial Law*, n. 4, p. 187, 2008.

BALDWIN, R.; CAVE, Martin. *Understanding Regulation*: Theory, Strategy and Practice. Oxford: Oxford University Press, 1999.

BARROS, Benedito Ferri de (Org.). O mercado de capitais dos Estados Unidos: organizações e prática. 2. ed. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo; São Paulo: ACREFI, São Paulo, 1970.

BASSO, Maristela. As novas tendências do direito internacional privado após o advento da "nova lex mercatoria". In: SZTAJN, Rachel, Marcos Paulo de Almeida Salles; TEIXEIRA, Tarcisio (Coord.). *Direito Empresarial*: estudos em homenagem ao Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. São Paulo: IASP, 2015. v. 1. p. 499-508.

_____. *Curso de Direito Internacional Privado*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

BISMUTH, Régis. *La Coopération Internationale des Autorités de Régulation du Secteur Financier et le Droit International Public*. 2009. Tese (Doutorado em Direito Internacional Público) – Universidade Paris 1 – Pantheon-Sorbonne, Paris, 2009.

BLACK, Julia. Decentring Regulation: Understanding the Role of Regulation and Self-regulation in a 'Post-regulatory' World. *Current Legal Problems*, Oxford, n. 54, p. 103-146, 2001.

_____. BLACK, Julia. Critical Reflections on Regulation. CENTRE FOR ANALYSIS OF RISK AND REGULATION AT THE LONDON SCHOOL OF ECONOMICS AND POLITICAL SCIENCE. *Discussion Paper*, 4. London School of Economics and Political Sciencie, London, 2002. Disponiel em: <http://eprints.lse.ac.uk/35985/1/Disspaper4-1.pdf>. Acesso 28 nov. 2017.

BLISS, Robert; KAUFMAN, George G. Derivatives and Systematic Risk: Netting, Collateral and Closeout. *Journal of Financial Stability*, Amsterdam, n. 2, p. 55–70, 2006.

BLISS, Robert; STEIGERWALD, Robert. Derivatives Clearing and Settlement: A Comparison of Central Counterparties and Alternative Structures. *Economic Perspectives*, Chicago, v. 30, n. 4, p. 22–29, 2006.

BM& BOVESPA. *Manual de Acesso à Infraestrutura Tecnológica da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros.* p. 23. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D2951C9C3770151EEA39756222B>. Acesso em: 27 jun. 2016.

BORIO, C.; TONIOLO, G.; CLEMENT, P. (Ed.). *Past and future of central bank cooperation*. Cambridge-New York: Cambridge University Press, 2008.

BRATHWAITE, John. Rewards and Regulation. *Journal of Law and Society*, London, v. 29, n. 1, Mar. p. 12-36, 2002.

BREYER, Stephen G. *Regulation and Its Reform*. Cambridge, Mass.; London: Harvard University Press, 1982.

BRUNNERMEIER, Markus et al. *The Fundamental Principles of Financial Regulation*: Geneva Report on the World Economy 11. Genva, 2009. Disponível em <https://www.princeton.edu/~markus/research/papers/Geneva11.pdf>. Acesso em: 6 jul. 2016.

BUCKLEY, R. P.; ARNER, D. W. *From Crisis to Crisis:* The Global Financial System and Regulatory Failure. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2011.

CALABRESI Guido; HIRSCHOFF, Jon T. Toward a Test for Strict Liability in Torts. *Yale Law Journal*, New Haven, CT, v. 81, n. 6, p. 1055-1085, 1972.

CALABRESI Guido. Concerning Cause and the Law of Torts: An Essay for Harry Kalven, Jr. *University of Chicago Law Review*, Chicago, v. 43, n. 1, p. 69-108. 1975.

_____. Optimal Deterrence and Accidents. *Yale Law Journal*, New Haven, CT, v. 84, n. 4, p. 656-671. 1975.

_____. Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts. *Yale Law Journal*, New Haven, CT, v. 70, n. 4, p. 499-553, 1961.

_____. The Decision for Accidents: An Approach to Non-Fault Allocation of Costs. Harvard Law Review, Cambridge, Mass, v. 78, n. 4, p. 713-745. 1965.

_____. Transaction Costs, Resource Allocation and Liability Rules: A Comment. *Journal of Law and Economics*, Whashington, v. 11, n. 1, p. 67-73. 1968

_____.; HIRSCHOFF, Jon T. Toward a Test for Strict Liability in Torts. *Yale Law Journal*, New Haven, v. 81, n. 6, p. 1055-1085, 1972.

_____. MELAMAD, A. Douglas. Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral. *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 85, n. 6, p. 1089-1128. 1972.

CALLIESS, Gralf-Peter; ZUMBANSEN, Peer. *Rough Consensus and Running Code*: A Theory of Transnational Private Law. Oxford: Hart, 2010.

CAMPILONGO, Celso. *O Direito na sociedade complexa*. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARADET, Bertrand; HERBET, Jérôme. Marchés de capitaux et marchés financiers. *Revue de Droit des Affaires Internationales*, Paris, n. 6, p. 767-9, 2001.

CHANG, Ha-Joon. The Economics and Politics of Regulation. *Cambridge Journal of Economics*, Oxford, v.21 n. 6, p. 703-728,1997.

CHONG, Philip; CARTER, James, 'Proceed with caution'. *International Financial Law Review*, London, n. 23, May 2013.

COASE, Ronald H. The Problem of Social Cost. Journal of Law and Economics, n. 3, p. 1-44, 1960; STIGLER, G. The Theory of Economic Regulation. Bell Journal of Economics and Management Science, n. 2, p. 3-21, 1971.

COASE, Ronald H. The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*, Washington, n. 3, p. 1-44, 1960.

COOK, Paul; UCHIDA, Yuichiro. Privatisation and Economic Growth in Developing Countries. In: CENTRE ON REGULATION AND COMPETITION. Institute for Development Policy and Management. *Working Paper Series*. Manchester: University of Manchester, 2001. Paper 7. Disponivel em: <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/30634/1/cr010007.pdf>. Acesso em: 20 dez. 2017.

CROLEY, Steven P. Theories of Regulation Incorporating the Administrative Process. *Columbia Law Review*, New York, n. 98, p. 1-86, 1998.

CUTLER, Claire. *Private Power and Global Authority*: Transnational Merchant Law in the Global Political Economy. Cambridge : Cambridg Universty Press, 2003.

D'ALOISIO, A. Responding to the Global Financial Crisis: The ASIC Story. *The Trans-Tasman Business Circle*, 30 de Nov. 2010.

DAVIES, Howard. Global Financial Regulation after the Credit Crisis. *Global Policy*, v. 1, n. 2, p. 185–190, 2010.

DIAS, Gustavo Neto de Carvalho. *As caixas de liquidação no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro*. 2011. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2011.

DIMAGGIO, Paul. The Twenty-First-Century Firm: Changing Economic Organization in International Perspective. Princeton: University Press, 2009.

DIMAGGIO, Paul. *The Twenty-First-Century Firm*: Changing Economic Organization in International Perspective. Princeton: Princeton University Press, 2009.

DUFFIE, Darrell; ZHU, Haoxiang. "Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk". *Review of Asset Pricing Studies*, Oxford, n. 1, p. 74-95. 2011.

EHLERS, Torsten; EREN, Egemen. The changing shape of interest rate derivatives. BIS *Quarterly Review*, New York, p. 53-65, Dec., 2016. Disponível em <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612f.pdf>. Acesso em: 4 ago. 2017.

EIZIRIK, Nelson. Aspecttos juridicos dos mercados futuros. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Economico e Financeiro*, São Paulo, v. 30, n. 81. p. 22-35. jan./mar. 1991.

EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977

FARIA, José Eduardo. *O Estado e o Direito depois da crise*. São Paulo: Saraiva, 2011.

FOX, Justin. The Social Responsibility of Business Is to Increase What Exactly. *Harvard Business Review*, Boston, 18 apr. 2012. Seção Leadership.

FRIEDMAN, David D. *Law's Order*: What Economics has to do with Law and Why it Matters. Princeton University Press, 2000.

GALLAGHER, Daniel M. *Remarks (speech)* at the *Harvard Law School Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Europe and the United States*. Frankfurt, Germany: 15 de apr. 2015. Disponível em: <http://www.sec.gov/news/speech/building-the-financial-system-of-the-21st-century.html>. Acesso em: 28 jun. 2016.

GODWIN, Andrew. 'Islamic Finance'. *China Business Law Journal*, Hong Kong, v. 8, n. 3, p. 93, 2017.

GODWIN, Andrew. 'One-sided Jurisdiction Clauses'. *China Business Law Journal*, Hong Kong, v. 5, n. 10, 85. 2014.

GODWIN, Andrew; HOWSE, Timothy; RAMSAY, Ian. 'The Inherent Power of Common Law Courts to Provide Assistance in Cross-Border Insolvencies: From Comity to Complexity'. *International Insolvency Review*, London, n. 26, p. 5–39, 2017.

GOLDBERG, Daniel Krepel. A Lei 10.303, de 2001, e a inclusão dos derivativos no rol dos valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v.42. n.129. p.73-82. jan./mar. 2003.

GOODHART, C. A. E. *et al*. *Financial Regulation: Why, How and Where Now?* London: Routledge, 1998.

GOODHART, Charles. The background to the 2007 financial crisis. In: THE REGULATORY Response to the Financial Crises. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2010. p. 9-29.

GRUEN, D. Reflections on the Global Financial Crisis. *Economic Roundup*, [Canberra, A.C.T.] Issue 2, p. 51-65, 2009.

GUNNINGHAM, Neil, SINCLAIR. Darren. *Designing Smart Regulation*. Oxford: Clarendon Press, 1998.

HANCHER, Leigh; MORAN, Michael. *Capitalism, Culture, and Economic Regulation*. In: _____. (Ed.). Oxford: Clarendon Press, 1989.

HANSON, Samuel G.; KASHYAP, Anil K.; STEIN, Jeremy C. A Macroprudential Approach to Financial Regulation. *Journal of Economic Perspectives*, Nashville, Tenn.], v, 25, n. 1, p. 3-28, 2011.

HERRING, Richard J.; LITAN, Robert E. *Financial Regulation in the Global Economy*. Washington (DC): The Brookings Institution, 1995.

HILLS, Bob et al. Central Counterparty Clearing Houses and Financial Stability. *Bank of England Financial Stability Review*, London, n. 6, p. 122–134, 1999.

HOEKMAN, Bernard; MAVROIDIS, Petros C. Regulatory Spillovers and the Trading System: From Coherence to Cooperation. *Overview Paper*, Apr. 2015. Disponível em: <http://e15initiative.org/wp-content/uploads/2015/09/E15-Regulatory-Hoekman-and-Mavroidis-Final.pdf>. Acesso em: 20 nov. 2017.

HULL, John C. *Opções, futuros e outros derivativos*. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2016.

JAMES, H. *Making the European Monetary Union*: the role of the Committee of Central Bank Governors and the origins of the European Central Bank. Cambridge-London: The Belknap Press of Harvard University Press, 2012.

KEYES, Mary; MARSHALL, Brooke Adele. 'Jurisdiction agreements: exclusive, optional and asymmetrical'. *Journal of Private International Law*, Oxford, n.11, p. 345-378, 2015

KOUYATE, Hélène. *L'encadrement Juridique International du Secteur Bancaire*: Entre Recherche du Réalisme et Confrontation à La Réalité. 2010. Tese (Doutorado em Direito International Público) – Universidade Paris 1 – Pantheon-Sorbonne, Paris, 2010.

LAKER, J. The Global Financial Crisis: Lessons for the Australian Financial System. *Australian Economic Forum*, Sydney, 19 de Aug. 2009. Disponível em: <http://www.apra.gov.au/Speeches/Documents/03-Aust-Economic-Forum-Opening-Remarks-19-Aug-09.pdf>. Acesso em: 20 nov. 2018.

LANDO, Ole. 'Private International Law: Contracts. In: INTERNATIONAL Encyclopedia of Comparative Law. 1977. v. 3 Chapter 24.

LEFORT, D (Ed.). Bank for International Settlements (BIS), Basel, Switzerland. In: INTERNATIONAL Encyclopaedia of Laws. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2009.

LEWIS, Michael. Flash Boys: revolta em Wall Street. Tradução Denise Bottmann. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014.

MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stephan. *Análise econômica do direito*. Tradução Rachel Sztajn. São Paulo: Atlas, 2015.

MAJONE, Giandomenico. Paradoxes of Privatization and Deregulation. *Journal of European Public Policy*, London, v. 1, n. 1, June, 1994.

MALLOY, Robin Paul. *Law and Market Economy*: Reinterpreting the Values of Law and Economics. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.

_____. *Law in a Market Context*: An Introduction to Market Concepts in Legal Reasoning. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

MCCRUDDEN, Christopher. *Social Policy and Economic Regulators*: Some Issues from the Reform of Utility Regulation, Regulation and Deregulation. Oxford: Oxford Clarendon Press, 1999.

McCRUDDEN, Christopher. *Social Policy and Economic Regulators: Some Issues from the Reform of Utility Regulation, Regulation and Deregulation*. Oxford: Oxford Clarendon Press, 1999.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de Direito Comercial brasileiro*. Campinas: Russel Editores, 2005. v. 4, t. 3.

MILHAUPT, Curtis; PISTOR, Katharina. *Law and Capitalism – What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development around The World.* Chicago: University of Chicago Press, 2008.

MILHAUPT, Curts (Ed.). *Global Markets, Domestic Institutions* – Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals. New York: Columbia University Press, 2003.

MOHAMMAD, Fara, 'Greater disclosure required in the sukuk industry'. *Journal of International Banking and Financial Law*, London, n. 4, p. 258, 2010.

ONETTO, Andres E 'Security interests in common and civil law, a comparative analysis'. *Journal of International Banking Law and Regulation*, London, n. 4, p. 255, 2010.

PADILHA, Alexandre Garcia; OLIVEIRA, Bruno Batista da Costa de. A constituição de gravames pelos prestadores de serviço de deposito centralizado de valores mobiliários: construção do regime legal brasileiro aplicável. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, n. 13, jan./fev. 2016

_____. Os regimes jurídicos aplicáveis às garantias constituídas perante os depositários centrais: análise das diferenças entre o tratamento conferido pelas Leis nº 10.214/01 e nº 10.931/04. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 15, p. 43-66, maio/jun. 2016

_____. Efeitos dos regimes de insolvência sobre valor mobiliário depositado em depositário central. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 17, 2016.

PAECH, Phillip. ‘Enforceability of close-out netting: draft UNIDROIT Principles to set new international benchmark’. *Journal of International Banking and Financial Law*, London, v. 1, n. 13. 2013.

PEACOCK, Nick; GREENAWAY, Joanne; KENNEDY, Dominic, ‘Arbitration: the latest dispute mechanism for finance contracts’. *International Financial Law Review*, 29, p.10-5, Aug., 2012.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *‘Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações’*. São Paulo: Almedina, 2013. (Coleção Insper).

PISTOR, Katharina. The Legal Theory of Finance. *Journal of Comparative Economics*, v. 41, n. 2, 2013. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2262936>. Acesso em: 27 jun. 2016. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2262936>.

RABEL, Ernst. *The Conflict of Laws: A Comparative Study (1958-1964)*. In: DROBNING, Ulrich. *International Encyclopedia of Comparative Law*. 2nd ed. Ann Arbor: University of Michigan Law School, 1958. v. 3, Chapter 24.

RECHTSCHAFFEN, Alan. *Capital Markets, Derivatives and the Law*. Oxford: Oxford University Press, 2009.

RODRIK, Dani. *The Globalization Paradox: Why Global Markets, States, and Democracy Can’t Coexist.* New York: W. W Norton and Company, 2011.

SAEED, Abdullah. ‘Indonesian Islamic banking in historical and legal context’. In: LINDSEY, T. (Ed.). *Indonesia Law and Society*. 2nd edition. The Federation Press, 2008. p. 313-328.

SALAMA, Bruno. O que é Direito e Economia. In: TIMM, Luciano Benetti (Org.). *Direito e Economia*. 2. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008.

SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e estruturas de supervisão do mercado financeiro*. In: SARDENBERG, Amarílis (Org.). Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil: termas para reflexão. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015. p. 97-125.

SASSEN, Saskia. The State and Globalization. In: HALL, R.; BIERSTEKER, T. *The Emergence of Private Authority in Global Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002. p. 91-112.

SCHULTZ, Thomas. *Transnational Legality*: Stateless Law and International Arbitration. Oxford: Oxford University Press, 2014.

SCHWARCZ, Steven L. Changing Law to Address Changing Markets: A Consequence-Based Inquiry. *Law and Contemporary Problems*, Durham, v. 80, n. 1, 2016.

SCHWARCZ, Steven L. Regulating Complexity in Financial Markets. *Washington University Law Review*, v. 87, n. 2, p. 211, 2009.

SCHWARTZ, Robert A.; BYRNE, John Aidan; COLANINNO, Antoinette (Ed.). *Volatility*: Risk and Uncertainty in Financial Markets. New York: Springer US, 2011.

SCOTT, Hal S. Internationalization of Primary Public Securities Markets. *Law and Contemporary Problems*, Durham, N.C., v. 63, n. 3, p. 71, 2000.

_____. The Future Content of the U.S Securities Laws. *Law and Contemporary Problems*, Durham, N.C., p. 71-104, Summer, 2000.

_____. International Finance: Rule Choices for Global Financial Markets. In: GUZMAN, Andrew T.; SYKES, Alan O. (Ed.). *Research Handbook in International Economic Law*. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2007. p. 361-417.

_____. The Next Step in Global Financial Regulation: Global Regulation of Interconnectedness - A response to DAVIES, Howard. Global Financial Regulation after the Credit Crisis. *Global Policy*, London, v. 1, n. 2, p. 185–190, 2010.

SHARF, Claire, 'Secured creditors can participate in the prescribed part'. *Journal of International Banking and Financial Law*, London, v. 1, n. 41, 2011.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. *Derivativos*: definições, emprego e risco. São Paulo: Atlas, 2002.

SLAUGHTER, Anne-Marie. *A New World Order*. Princeton, NJ: Princeton University Press. 2004.

_____. The real new world order. *Foreign Affairs*, New York, v. 76, n. 5, p. 183-197, Set./Out. 1997.

SMITH, Edward, 'Secured lenders have no recourse to prescribed part'. *Journal of International Banking Law and Regulation*, London, v. 23, n. 6, p. 338, 2008.

STIGLER, G. The Theory of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*, New York, n. 2, p. 3-21, 1971.

STIGLITZ, Joseph E. *The Stiglitz Report Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Global Crisis.* New York; London: The New Press, 2010.

SUNSTEIN, C. Paradoxes of the Regulatory State. *University of Chicago Law Review*, Chicago, n. 57, p. 407-441, 1990.

SZTAJN, Rachel. Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em Bolsa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Economico e Financeiro*, São Paulo, v.36. n. 105. p. 53-69. jan./mar. 1997.

TAPSCOTT, Don. Alex Tapscott. *Blockchain Revolution*: How the Technology Behind Bitcoin is Changing Money, Business, and the World. New York: Penguin Random House LLC, 2016.

TAYLOR, John B. *The Financial Crisis and the Policy Responses:* An Empirical Analysis of What Went Wrong. *National Bureau of Economic Research*, n. 14631, Jan. 2009. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w14631.pdf>. Acesso em: 28 jun. 2015.

TIMM, Luciano Benetti. *Direito e Economia*. 2. ed. Porto Alegre, Livraria do Advogado, 2008.

TONIOLO, G. *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements, 1930-1973*. Cambridge; New York: Cambridge University Press, 2005.

TOWNSEND, John, 'International Co-operation in Cross-Border Insolvency'. *Modern Law Review*, Oxford, v. 71, n, 5, p. 801, 2008.

UNIVERSITY OF TORONTO. G20 Research Group. *A Summit of Solid Success at Hamburg in 2017*. 2017. Disponível em <http://www.g20.utoronto.ca/analysis/170708-kirton-success.html>. Acesso em: 28 nov. 2017.

UPPER, Christian; VALLI, Marcos. "Emerging Derivatives Markets?" BIS *Quarterly Review*, Dec., 2016. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612g.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2017.

WALLERSTEIN, Immanuel. *World-Systems Analysis*: An Introduction. Durhan: Duke University Press, 2004.

WENDT, Froukelein. Central Counterparties: Addressing their Too Important to Fail Nature. *International Monetary Fund - IMF Working Paper. WP/15/21*. 2015. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1521.pdf>. Acesso em: 28 Jun. 2016.

WILLIANSON, Oliver Eaton. Transactions-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. *The Journal of Law and Economics*, Washington, DC., v. 22, p. 233–262, 1979.

WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*. London: Sweet & Maxwell, 2008.

YAZBEK, Otavio. Evolução recente da regulação do mercado de capitais: impactos da crise de 2008 e opções de reforma. In: SARDENBERG, Amarílis (Org.). *Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil*: termas para reflexão. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015. p. 49-95.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

_____. O risco de crédito e os novos instrumentos financeiros – uma análise funcional. In: WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (Coord.). *Contratos bancários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 309-338.

_____. Os derivativos e seu regime Jurídico: modalidades contratuais, problemas de interpretação e riscos legais. In: CANTIDIANO, L. L.; MUNIZ, I. (Org.). *Temas de Direito Bancário e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

ZUMBANSEN, Peer. Neither Public nor Private, National nor International: Transnational Corporate Governance from a Legal Pluralist Perspective. *Journal of Law and Society*, Peshawar, n. 38, p. 50-75. 2011.

ARTIGOS PUBLICADOS EM JORNAIS E REVISTAS

AMORELLO, Luca. “Beyond the Horizon of Banking Regulation: What to Expect From Basel IV”. *Harvard International Law Journal*, n. 58, p. 21-38, Fall 2016. Online Journal. Disponível em: <http://www.harvardilj.org/wp-content/uploads/Amorello_FORMATTED_FINAL.pdf>. Acesso em: 27 nov. 2017.

BATISTA, Henrique Gomes. Incerteza após o Brexit é o maior risco para a economia global, diz FMI. *O Globo*, Rio de Janeiro, 1 de jul. 2016. Caderno de Economia, p. 17.

BC AUTORIZA Funcionamento da Nova Câmara de Compensação da BM&FBOVESPA. *Valor Pro*, São Paulo, 7 de ago. 2014. Seção Outros.

BOLSAS e Corretoras Mudam para Encarar Fragmentação. *Valor Econômico*, São Paulo, 18 nov. 2015. Caderno Principal

BOVESPA Clearing House to Lure Foreign Investors. *International Financial Law Review*, London, 17 sept. de 2014.

CAMPOS, Eduardo. BC discute Mudança do Sistema de Pagamentos. *Valor Econômico*. São Paulo, 16 de jun. 2015. Seção Finanças, p. A01 e C01.

CAMPOS, Eduardo. BC Permite contraparte estrangeira em mercado de balcão. *Valor Econômico*, São Paulo, 2 dez. 2015

CARRION, Bruna Maia. Monopólio Ameaçado. *Capital Aberto*, São Paulo, 16 fev. de 2012. Seção Concorrência, p. 24-28

CARVALHO, Maria Christina. Compensação da Bolsa é Referência para o Mundo - Risco Embutido nas Clearings Ganhou mais Importância com a Crise Financeira Mundial de 2008. *Valor Econômico*, São Paulo, 2 de set. 2015. Caderno Especial. Seção Gestão Financeira

CLANCY, Luke. CCPs and Brexit: don’t forget the rest of the world - Losing equivalence with the US could be more serious than arguments over the location of euro clearing. *Risk.net*., 5 jul. 2016. Disponível em: <http://www.risk.net/risk-magazine/feature/2463295/ccps-and-brexit-don-t-forget-the-rest-of-the-world>. Acesso em: 5 jul. /2016.

Clifford Chance. *Introduction to Islamic Finance*. Briefing note, Spring 2013.

COUNTRY Forecast - Brazil. *The Economist Intelligence Unit Limited*, London, july.

DEUTSCHE Börse e Londres. *Valor Econômico Online*, 5 jul. 2016. Agências internacionais. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4623909/destaques>. Acesso em: 5 jul. 2016.

DODD, R. GRIFFITH-JONES, S. Brazil's derivatives markets: hedging, central bank intervention and regulation. *Informes y Estudios Especiales, United Nations Publications,* n. 20, Dec., 2007.

THE TRADE. ESMA urges EU Commission to act fast on OTC derivatives rules: Delays to implementing margin rules for uncleared derivatives could run the risk of fragmentation and regulatory arbitrage. Disponível em: <https://www.thetradenews.com/Regulation/ESMA-urges-EU-Commission-to-act-fast-on-OTC-derivatives-rules/>. Acesso em: 5 jul. 7 2016.

COM PARTICIPAÇÃO em Três Bolsas na AL, BM&F Mira Argentina e Peru para Fechar Ciclo: depois de avançar para três participações minoritárias em bolsas de valores na América Latina, a BM&FBOVESPA mira agora aquisições de fatias nas bolsas de Argentina e Peru, o que marcará o fim do ciclo de internacionalização da BM&FBovespa na região. *Agência Estado*. *Agência Estado*, São Paulo, 7 jul. 2016. Leitura Screenshot.

FALTA de Estrutura e Regras Complexas têm Limitado a Abertura de Capitais. *DCI-Comércio Indústria & Serviços*, São Paulo, 30 jun. 2016, às 3h00. Capa.

FROUFE, Célia; RODRIGUES, Lorenna. REF-BC: Não Foram Identificados Riscos Relevantes ao "*Shadow Banking*" Brasileiro. *Agência Estado,* São Paulo, 19 de mar. 2015. Seção Outros.

FUNDOS de Pensão - Brasileiros estão entre os Top 5 Mundiais. *Brasil Econômico*, São Paulo, 27 maio 2015. Seção Finanças, p. 20.

_____. GUIMARÃES, Fernanda. Regulação em tempos de globalização é desafio para bolsas no mundo, dizem especialistas. *Agência Estado,* São Paulo, 4 maio 2015. Seção Outros.

GUIMARÃES, Fernanda; ASSIS, Francisco Carlos. Mercado com muitas contrapartes centrais pode criar instabilidade, diz Professor de Stanford. *Agência Estado*, São Paulo, 28 ago. 2015. Seção Outros.

HOPE, Bradley; CASEY, Michael J. Nasdaq faz Experimento com Tecnologia da Bitcoin. *Valor Econômico*, São Paulo, 12 maio de 2015. Seção Empresas, p. B09.

LAZZARIS, Diego. Riscos sob controle. *Infomoney,* São Paulo, 1 out. 2015. Seção Geral, p. 30-31.

LINKLATERS, 'Sony Erricsson v Russkaya Telefonnaya Kompania: Unilateral Option to Litigate Clauses are not valid under Russian law'. *Client Alert dated*, Sep. 2012.

NAUTADUTILH, 'Belgium: Reform of Security Interests in Movable Assets'. *Banking & Finance Newsletter*, Dublin, 3 June. 2013.

PERES, Bruno et al. China oferece pacote de investimento. *Valor Econômico*, São Paulo, 20 maio 2015. Seção Brasil, p. A01-A03

PEARSON, Samantha. Q&A Edemir Pinto - "I am not interested in services to third parties". *Financial Times*, Nova Iorque, 15 de nov. 2011. Seção Brazilian Capital Markets, p. 6.

PINHEIRO, Vinícius; FOLEGO, Thaís. BC Aprova Nova Clearing da BM&F. *Valor Econômico,* São Paulo, 8 ago. 2014. Seção Finanças, p. C013.

PINHEIRO, Vinícius; MANDL, Carolina. Regra de Custódia eleva custo de banco - instituições agora precisam de autorização da CVM para movimentar títulos na cetip e BM&FBOVESPA. *Valor Econômico,* São Paulo, 30 set. 2014. Seção Finanças, p. C12.

RIBEIRO, Luci. DOU: CADE aprova associação entre bancos, Bovespa e ANBIMA para padronização de informações. *Agência Estado*, São Paulo, 9 set. 2015. Seção Outros

STAFFORD, Philip. Tamanho de câmaras de compensações gera preocupação - concentração de negócios em poucas instituições eleva riscos no caso de uma falência. *Valor Econômico*, São Paulo, 3 dez. 2014. Seção Finanças, p. C14.

SUKUK it up'. *The Economist*, London, 5 Apr. 2010

SCHWARCZ, Steven L. Framing Address: A Framework for Analyzing Financial Market Transformation. *Seattle University Law Review*, Seattle, v. 36, n. 2, 2013. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2041428>. Acesso em: 27 jun. 2016. DOI: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2041428.

TARABORELLI, Alessandra. BC inicia unificação de Clearings da BM&FBOVESPA. *Brasil Econômico,* São Paulo, 8 ago. 2014. Seção Finanças, p. 20.

WEBER, Ernst Juerg. *A Short History of Derivative Security Markets*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1141689>. Acesso em:14 dez. 2017.

WFE Interviews BM&FBOVESPA - Part 1 of 2. *Focus Foto,* 31 maio 2014. Seção Outros.

WOOD, Alexander J., 'Winding in the Golden Thread: The English Supreme Court rules that no special treatment applies to recognition of judgments in foreign bankruptcy proceedings'. *Weil Bankruptcy Blog*, 25 Oct. 2012.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR ENTIDADES RELACIONADAS

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT. *BIS members central banks*. Disponível em: <http://www.bis.org/about/member_cb.htm?m=1%7C2%7C601>. Acesso em: 1 jun. 2015.

_____. *Basel III*: international regulatory framework for banks. Disponível em: <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm?m=3%7C14%7C572>. Acesso em: 23 jun. 2017.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. International Organization of Securities Commissions. *Implementation monitoring of PFMIs*: First update to Level 1 assessment report. May 2014. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD440.pdf>. Acesso em: 1 jun. 2015.

_____. *Principles for Financial Market Infrastructures*. 2012. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf?%20e%20http://www.iosco.org/publications/?subsection=public_reports > Acesso em: 1 jun. 2015.

_____. *Recent Innovations in International Banking*. 1986. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/ecsc01.htm>. Acesso em:28/06/2016.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *G20 – Financeiro*. Disponível me: <http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/g20-financeiro/g20-financeiro>. Acesso em: 20 jun. 2017.

_____. Banco Central do Brasil. *Recomendações de basiléia*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/fis/supervisao/basileia.asp>. Acesso em 23 jun. 2017.

FINANCIAL STABILITY BOARD et al. 2015 CCP Workplan. 15 Apr. 2015. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Joint-CCP-Workplan-for-2015-For-Publication.pdf>. Acesso em: 28 nov. 2017.

FINANCIAL STABILITY BOARD. *ISDA Annual General Meeting - Reforming derivatives markets: a stocktake - Remarks by Svein Andresen, Secretary General, Financial Stability Board - 10 May 2017*. p. 1-7. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Andresen-ISDA-Reforming-derivatves-markets-a-stocktake.pdf>. Acesso em:19 jun. 2017.

INTERNACIONAL CHAMBER FO COMMERCE. Banking & finance. Disponível em: <https://iccwbo.org/global-issues-trends/banking-finance/>. Acesso em 28 nov. 2017.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. About IOSCO. Disponível em: <http://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco>. Acesso em: 1 jun. 2015.

_____. Brazil Survey Response to FSB Implementation Monitoring Network. Set., 2011. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104c.pdf?page_moved=1>. Acesso em: 1 jun. 2017.

_____. IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation: Final Report. FR23/2015. Setembro, 2015. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD507.pdf>. Acesso em: 5 jul. 2016.

_____. ISDA Financial Law Reform Committee. *Memorandum for Members of the International SWAPS and Derivatives Association, Inc.*: The use of arbitration under an ISDA Master Agreement. London, 19 Jan. 2011. Disponível em: <https://www.isda.org/a/NyDDE/flrc-isda-arbitration-memo-jan11.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2017.

_____. *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Junho de 2010. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>. Acesso em 28 jun. 2016. Texto Maisa

_____. *Public reports*. Disponível em: <http://www.iosco.org/publications/?subsection=public_reports>. Acesso em: 1 jun. 2015.

ISDA ANNUAL General Meeting - Reforming derivatives markets: a stocktake - Remarks by Svein Andresen, Secretary General, Financial Stability Board - 10 May 2017, páginas 1-7. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Andresen-ISDA-Reforming-derivatves-markets-a-stocktake.pdf>. Acesso em:19/06/2017.

MEMORANDO de entendimento entre a Australian Securities Commissione a comissão de valores mobiliários do brasil. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/internacional/acordos/anexos/Austr-pt.pdf> Acesso em: 23 jun. 2017.

MEMORANDUM of understanding between the securities anda Exchange commission fo Brazil and the Organisation for Economic On-Operation and Developmment. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/internacional/acordos/anexos/MOU__OECD.PDF>. Acesso em: 23 jun. 2017.

MOV concerning consultation, cooperation and Exchange of information related to to supervision of AIFMD entities. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/internacional/acordos/anexos/esma.pd>. Acesso em: 23 jun. 2017.

THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EUROPEAN UNION. *Report*, 2009.

UNITED KINGDOM FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis, 2009.

UNITED STATES FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION. Financial Crisis Inquiry Report, 2011.

UNITED STATES SENATE. Permanent Subcommittee on Investigations. Committee on Homeland Security and Governmental Affairs of the United States Senate. *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*. Report, Washington, D.C. 13 Apr. 2011. Disponível em: <https://www.hsgac.senate.gov/subcommittees/investigations/media/senate-investigations-subcommittee-releases-levin-coburn-report-on-the-financial-crisis>. Acesso em 15 out. 2017.

UNITED STATES. The United States The Comissao de Valores; BRASIL. Securities and Exchange Commission Mobiliarios of Brazil. *Memorandum of understanding concerning consultation, cooperation and the exchange of information related to the supervision of cross-border regula ted entities*. Disponível em: <https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_bilateral/brazil-mou.pdf>. Acesso em: 23 jun. 2017.

UNIVERSIDADE DE TORONTO. G20 Information Centre. G20 London Summit. Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2009london.html>. Acesso em: 20 jun. 2017.

UNIVERSIDADE DE TORONTO. G20 Information Centre. *G20 Special Leaders Summit on the Financial Situation*. Disponível em: <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2008washington.html>. Acesso em: 20 jun. 2017.
WORD TRADE ORGANIZATION. Annex on financial services. Disponível em: <https://www.wto.org/english/tratop_e/serv_e/10-anfin_e.htm>. Acesso em: 13 jun. 2016.

WEBSITES

Asia Securities Industry & Financial Markets Association – ASIFM (asifma.org)

Association for Financial Markets in Europe – AFME (afme.eu)

Banco Central do Brasil – BCB (bcb.gov.br)

Bank for International Settlements – BIS (bis.org)

Centre for Economic Policy Research – CEPR (cepr.org)

Comissão de Valores Mobiliários – CVM (cvm.gov.br)

Committee on Capital Markets Regulation – CCMR (capmktsreg.org)

European Central Securities Depositories Association – ECSDA (ecsda.eu)

European Union Law – EUR-Lex (eur-lex.europa.eu)

European Research Centre for Economic and Financial Governance – EURO-CEFG (euro-cefg.eu)

Financial Accounting Standards Board (fasb.org)

Financial Action Task Force – FATF (fatf-gafi.org)

Financial Stability Board – FSB (fsb.org)

Futures Industry Association, Inc. – FIA (fia.org)

G20 (g20.org)

Inter-American Development Bank – BID (iadb.org)

International Center for Monetary and Banking Studies – ICMB (icmb.ch)

Institute of European and Comparative Law – IECL (law.ox.ac.uk/centres-institutes/institute-european-and-comparative-law)

Instituto Ibero-Americano de Mercado de Valores (iimv.org)

International Accounting Standards Board – IASB (ifrs.org)

International Association of Insurance Supervisors – IAIS (iaisweb.org)

International Capital Market Association – ICMA (icmagroup.org)

International Finance Corporation – World Bank Group (ifc.org)

International Securities Lending Association – ISLA (isla.co.uk)

International Swaps and Derivatives Association, Inc. – ISDA (isda.org)

Investment Company Institute (ici.org)

National Association of Real Estate Investment Trusts (reit.com/nareit)

Organization for Economic Cooperation and Development – OCDE (oecd.org)

Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários – OICV-IOSCO (iosco.og)

Paris Club (clubdeparis.org)

Securities Industry and Financial Markets Association – SIFMA (sifma.org)

World Bank (worldbank.org)

World Federation of Exchanges – WFE (world-exchanges.org)

World Trade Organization – WTO (wto.org)