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.

Catálogo 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 determine 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 demonstrates 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 internationale 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 créé 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 Committee on Banking Supervision (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	European 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 Infraestruturas do Mercado Financeiro)
QCCP	Qualifying 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 (<i>INTERNATIONAL NETWORKING</i>).....	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 PFMÍ 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 ESTABELECIDADA 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 <i>SWAP</i>	147
5.2 CONCEITO DE DERIVATIVES CLEARING ORGANIZATIONS (DCO).....	152
5.3 CONCEITO DE SECURITY-BASED SWAPS.....	153
5.4 TRATAMENTO DA <i>EXTRATERRITORIALIDADE</i> 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 CARACTERÍSTICAS 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 <i>Clearing Entity</i>	178
6.4.3 Alterações no <i>Corporations Regulations 2001</i>	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 CONTRAPARTES 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 2008¹, 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 Europeia², 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 pertinentes³. 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, Balcão⁴ 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 origem⁵.

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 III⁶ 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. Disponível 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 internacional, 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 internacionais⁷.

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 estatais⁸.

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 *Committee 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 Supervisors* (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 mundo¹⁰.

¹⁰ O capital do BIS é detido pelos bancos centrais apenas. 60 bancos centrais e autoridades monetárias são atualmente 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 internacional¹¹.

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 mobiliários¹². 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 G20¹³ e no FSB¹⁴ 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 emergentes¹⁵.

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 robusta¹⁶.

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 Objectives 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 2007-8¹⁸, alguns eventos envolvendo infraestruturas do mercado financeiro¹⁹ 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 IOSCO²¹. Esses eventos, somados à experiência de implementação de padrões internacionais existentes²² 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: “*FIMs 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 Depositories], 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 possível²⁵.

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 financeiro²⁶. 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 avaliadas²⁷ (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 2012²⁸.

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 PFMI: 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, Coreia 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 PFMI, and the fact that the PFMI 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 PFMI 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 PFMI), some use a rulebased approach (ie rely on rules and/or regulations corresponding to the PFMI) 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 global²⁹.

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 país³⁰. 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 financeiro³¹, independentemente de qualquer outra disposição do GATS. As discussões sobre uma medida nacional ser ou não uma situação de *prudential 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 mercados³². 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 locais³³.

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 mercado³⁴.

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 parcerias 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 global³⁵.

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 OF COMMERCE. *Banking & finance*. Disponível em: <<https://iccwbo.org/global-issues-trends/banking-finance/>>. Acesso em: 28 nov. 2017.

realizam esse diálogo desde 2002³⁶. Nos Estados Unidos, sua representação ocorre por meio do *Treasury*, 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 BCB³⁹ (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 Comissão de Valores; BRASIL. Securities and Exchange Commission Mobiliários of Brazil. Memorandum of understanding concerning consultation, cooperation and the exchange of information related to the supervision of cross-border regulated 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 estados⁴³.

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 and Exchange commission of Brazil and the Organisation for Economic Co-operation and Development. 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>>. Último 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 eficácia⁴⁴.

A cooperação internacional presente no âmbito do G20 e outros grupos políticos é realizada via diplomacia e está voltada para os líderes 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 independentes⁴⁵.

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 Internacional 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 mundial⁴⁸ 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 em: <<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. Disponível 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 mundial⁵¹ 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/*International 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 Brasileiro⁵³:

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 provisionamento 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 mundial⁵⁷, 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 prudenciais⁶¹.

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 mundial⁶², 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-communicue.html>>. Acesso em: 20 jun. 2017. Participaram como convidados dessa reunião: Etiópia, Malawi, 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 derivativos 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 derivativos, 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 derivativos 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. Nós 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 mundial⁶⁵ 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 FSB 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*, derivativos 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 derivativos 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 externas⁷².

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 mercadorias⁷³.

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 mundial⁷⁵. Essa reunião foi realizada em Cannes, França (*Palais des Festivals*), nos dias 3 e 4 de novembro de 2011⁷⁶, 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 derivativos 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 devam 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 Coreia. 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 mundial⁹¹ 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 derivativos 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 derivativos 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 derivativos 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 sistêmica (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 macroeconômicos 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 G20⁹⁸ 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. 2017/21/06/2017.

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/Accountability_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 ambicioso 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_investors.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 interacionais, 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 mundial.

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 derivativos 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 infraestrutura 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 global¹¹⁷. 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 transfronteiriças¹¹⁸.

1.12.9 Nona reunião – Brisbane, novembro de 2014

A nona reunião da cúpula do G20¹¹⁹ 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 G20¹³⁵ 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-communicue.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 G20¹⁶⁰ 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 anexos¹⁶², *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-communicue.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 Organization¹⁷⁵.

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 trabalho 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 oficiais¹⁷⁸, 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 análise 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 desenvolvimento 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 2015¹⁸²;
- (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 Innovation*) – 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-derivatives-markets-a-stocktake.pdf>>. Acesso em: 19 jun. 2017.

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, especialmente 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 internacional, 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 verificar 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 Basileia 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: 27 nov. 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 increrem 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-derivatives-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 Science, London, 2002. Disponível 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, Galf-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. Disponível 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. Aspectos jurídicos dos mercados futuros. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico 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 depósito 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, Amarilis (Org.). *Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil: temas 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, Econômico 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: temas 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, Lorena. 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 PFMI*s: 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 em: <<http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/g20-financeiro/g20-financeiro>>. Acesso em: 20 jun. 2017.

_____. Banco Central do Brasil. *Recomendações de basileia*. 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-derivatives-markets-a-stocktake.pdf>>. Acesso em: 19 jun. 2017.

INTERNACIONAL CHAMBER OF 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-isdarbitration-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-derivatives-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 Developmmnt. 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 regulated 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.org)

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)