

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE DIREITO

Mauro Heleno Galvão Filho

**ALTERAÇÕES DA REGULAÇÃO BRASILEIRA NORMATIVA E
PRUDENCIAL SOBRE OS DERIVATIVOS APÓS A CRISE
FINANCEIRA DE 2008**

Belo Horizonte
2019

MAURO HELENO GALVÃO FILHO

**ALTERAÇÕES DA REGULAÇÃO BRASILEIRA NORMATIVA E
PRUDENCIAL SOBRE OS DERIVATIVOS APÓS A CRISE
FINANCEIRA DE 2008**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
Colegiado de Graduação da Faculdade de Direito
da Universidade Federal de Minas Gerais como
requisito para a obtenção do grau de bacharel em
Direito.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Rubia Carneiro Neves

Belo Horizonte

2019

Mauro Heleno Galvão Filho

**ALTERAÇÕES DA REGULAÇÃO BRASILEIRA NORMATIVA E
PRUDENCIAL SOBRE OS DERIVATIVOS APÓS A CRISE
FINANCEIRA DE 2008**

O trabalho de conclusão de curso intitulado “Alterações da regulação brasileira normativa e prudencial sobre os derivativos após a crise financeira de 2008”, elaborado por Mauro Heleno Galvão Filho, foi avaliado como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Direito, tendo sido _____, com a nota _____.

Orientadora: _____

Professora Doutora Rubia Carneiro Neves

Examinador(a): _____

Professor(a)

Examinador(a): _____

Professor(a)

Belo Horizonte

2019

RESUMO

RESUMO:

Este estudo identifica e classifica alterações regulatórias normativas e prudenciais relacionadas aos derivativos após a crise de 2008. As alterações foram identificadas por meio de pesquisa nos sites da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil, bem como nos estudos de Pinto (2011), Yazbek (2013), Mafud (2014) e Rodrigues (2015). As alterações foram classificadas em três grandes grupos com base nas alterações promovidas acerca do registro, estrutura de capital e de informação contábil e publicidade. A maior parte das inovações normativas relativas aos derivativos estão relacionadas ao registro – por condicionar a tal ato a validade dos contratos - e à publicidade, em razão da unificação dos diversos relatórios existentes em apenas um denominado Pilar III. O estudo conclui que a crise de 2008 teve influência na edição de normas que tornaram o sistema de regulação dos derivativos, ainda mais robusto do que já era, demonstrando a relevância do evento como choque exógeno sobre os contornos da regulação estatal brasileira.

Palavras-chave: derivativos; regulação prudencial; regulação normativa; choque exógeno, registro dos derivativos; publicidade dos derivativos.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. DERIVATIVOS E LOCAIS DE NEGOCIAÇÃO: CONCEITOS E ASPECTOS GERAIS.....	8
2.1. <i>ESPÉCIES DE DERIVATIVOS: CONTRATOS FUTUROS, OPÇÕES E SWAPS</i>	<i>11</i>
2.2 <i>MERCADO DE BOLSA, DE BALCÃO E MERCADOS ORGANIZADOS.....</i>	<i>12</i>
3. RISCOS E A REGULAÇÃO PRUDENCIAL DOS DERIVATIVOS.....	15
3.1 <i>TIPOS DE RISCOS NOS DERIVATIVOS</i>	<i>16</i>
3.2 <i>FALHAS E REGULAÇÃO NO MERCADO BANCÁRIO</i>	<i>18</i>
4. ALTERAÇÕES NA REGULAÇÃO BRASILEIRA NORMATIVA E PRUDENCIAL DOS DERIVATIVOS APÓS A CRISE DE 2008: REGISTRO, PADRONIZAÇÃO DE ESTRUTURA DE CAPITAL, INFORMAÇÃO CONTÁBIL E PUBLICIDADE	21
4.1 <i>MODIFICAÇÕES NAS NORMAS RELACIONADAS AO REGISTRO DOS DERIVATIVOS.</i>	<i>21</i>
4.2 <i>MODIFICAÇÕES NAS NORMAS RELACIONADAS COM A ESTRUTURA DE CAPITAL MÍNIMO E PADRONIZAÇÃO DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL POR MEIO DE AJUSTES PRUDENCIAIS.....</i>	<i>26</i>
4.3 <i>MODIFICAÇÕES NAS NORMAS RELACIONADAS À PUBLICIDADE DAS INFORMAÇÕES RELATIVAS AOS DERIVATIVOS</i>	<i>28</i>
5. CONCLUSÃO.....	34
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	36

1. INTRODUÇÃO

No dia 15 de setembro de 2008, o Banco Lehman Brothers perdeu 94,25% de seu valor de mercado, requereu concordata, e teve suas ações adquiridas por 2 dólares pelo JP Morgan Chase. (UMPIERES, 2018).

Pereira (2009) diz que essa quebra é o marco de uma das crises financeiras e bancárias mais graves da história mundial, tendo a incerteza do mercado americano contaminado rapidamente boa parte do mercado financeiro de outros países, transformando-se numa crise sistêmica de crédito e liquidez.

Buscando justificativas, Herbst e Duarte (2013) explicitam que antes da crise foram revogados instrumentos de regulação prudencial num cenário de aumento de complexidade e subestimação dos riscos, quando seria esperada a criação de normas para controlar o aumento da financeirização.

Abordando a regulação sob a perspectiva dos agentes de mercado, Prates et al. (2009) elucidam que os integrantes do sistema financeiro utilizavam práticas para burlar os limites de alavancagem previstos em Basiléia I, mediante a utilização de derivativos e instituições não sujeitas à regulação prudencial.

Eles explicam que os derivativos permitiram a conexão do sistema regulado e do não regulado, de forma que eles transferiam parte do risco assumido pelo banco a um integrante externo ao sistema regulado, o que permitiu que os bancos assumissem novas posições sem ultrapassar os limites de Basileia I.

Herbst e Duarte (2013) também reconhecem que a desregulação do mercado de derivativos nos Estados Unidos da América foi marcante para a crise de 2008. Citam como exemplo a Lei de Modernização dos Mercados Futuros, que banuiu a regulação desse mercado.

Em relação aos efeitos da crise no Brasil, observa-se que os prejuízos sofridos foram percebidos por empresários que possuíam posições muito agressivas em derivativos referenciados em dólar, em razão da oscilação positiva do dólar observada após a quebra do Lehman Brother. Por exemplo, a Aracruz teve prejuízo superior a R\$ 4 bilhões para liquidar suas posições. (ADACHI e FILGUEIRAS, 2018).

A partir dessa revisão de literatura, formulou-se problema de pesquisa inicial em que se questionava sobre quais teriam sido os efeitos da crise de 2008 na regulação prudencial dos *swaps* cambiais envolvendo dólar no sistema jurídico brasileiro. Como hipótese preliminar, admitiu-se que as alterações no tocante à regulação prudencial dos *swaps* cambiais se concentrariam em hipóteses de registro.

Para responder a esse questionamento, pesquisou-se bibliografia específica sobre o tema, de forma que foram utilizados como referenciais teóricos as obras de Pinto (2011), Yazbek (2013), Mafud (2014) e Rodrigues (2015).

Com base nesses autores, foi possível mapear preliminarmente normas de regulação prudencial dos derivativos e em seguida expandir a investigação por meio de pesquisas sobre a temática de *swaps* cambiais nos sítios eletrônicos da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil, especialmente neste sítio identificou-se página com inúmeras informações sintetizadas e sistematizadas¹.

Contudo, a análise preliminar das normas e da bibliografia demonstrou dois equívocos na pergunta problema inicialmente proposta. A pesquisa por *swaps* cambiais envolvendo dólar era restrita a atos normativos e à específica regulação envolvendo a atuação regulatória do Banco Central do Brasil, tendo-se verificado relevante atuação regulatória da Comissão de Valores Mobiliários em torno dos derivativos. A utilização do termo “efeitos” mostrou-se demasiadamente ampla, o que dificultava o recorte metodológico em torno do que seria possível concretizar em nível de trabalho de conclusão de curso.

Além disso, o resultado daquela pesquisa preliminar indicou que o tema deveria abranger os derivativos em geral - principalmente pela maioria das normas não fazer distinção entre as espécies de derivativos e não os tratar de forma específica - e que as alterações poderiam ser categorizadas em quatro grupos: as relacionadas ao registro, à estrutura de capital, à padronização das práticas contábeis e à publicidade das informações a respeito desses contratos.

Em razão disso, a pergunta problema foi aperfeiçoada e a investigação concentrou-se em procurar saber quais teriam sido as mudanças da atuação regulatória normativa do Estado brasileiro sobre a regulação prudencial dos derivativos a partir da crise de 2008.

Por conseguinte, a hipótese proposta foi parcialmente alterada para ser mais abrangente e abarcar todo e qualquer tipo de derivativo. Assim, a nova hipótese admitia que as principais alterações na regulação estariam relacionadas ao ato de registro.

Diante da reformulação da pergunta problema e respectiva hipótese enfrentados neste trabalho, retomou-se a investigação com intuito de identificar as normas relacionadas aos derivativos por meio de pesquisa em referenciais bibliográficos e nos sítios eletrônicos do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários, para em seguida classificá-las dentro dos critérios acima estabelecidos.

¹ Disponível em: < https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/regulacao_prudencial_normas >

Portanto, o objetivo do trabalho foi mapear de forma organizada a atuação regulatória normativa do Estado brasileiro em torno da regulação prudencial dos derivativos após a crise de 2008.

Para tanto, no capítulo 2 do presente trabalho conceituou-se os derivativos de forma geral, bem como suas três formas básicas que servem de base para os demais contratos, quais sejam os contratos futuros, opções e swaps. Também se diferenciou o mercado de bolsa, balcão organizado e não organizado.

Em seguida, no capítulo 3 descreveu-se sucintamente o histórico da evolução da competência regulatória sobre esse tipo de contrato, que já foi compartilhada com o Banco Central do Brasil e hoje se encontra mais centralizada na Comissão de Valores Mobiliários.

Nos tópicos específicos deste capítulo, foram esclarecidos os riscos usualmente atrelados aos instrumentos derivativos e os riscos do sistema bancário, para então apresentar as principais teorias que fundamentam a regulação do sistema financeiro. Sendo que neste momento pode-se enquadrar a crise de 2008 como um choque exógeno nos interesses envolvidos com a regulação estatal.

Por fim, no capítulo 4 apresentou-se a pesquisa sobre as alterações na regulação normativa e prudencial delineada pelo Estado brasileiro em relação aos instrumentos derivativos ocorridas posteriormente ao dia 15 de setembro de 2008, data em que foi decretada a falência do Banco Lehman Brothers nos Estados Unidos da América, segregadas em relação ao registro, à estrutura de capital, à padronização de informação contábil e à publicidade.

2. DERIVATIVOS E LOCAIS DE NEGOCIAÇÃO: CONCEITOS E ASPECTOS GERAIS

A origem dos derivativos remonta ao período em que os reis da Babilônia, na antiga Mesopotâmia, atuavam por meio de instrumentos que permitiam a compra de escravos ou mercenários mediante o pagamento do valor nele descrito. Ou ainda, ao mercado de arroz japonês do século XVII, em que havia um sistema organizado e padronizado de negociação de mercadorias no futuro com liquidação por instrumentos de diferença e com uma contraparte central. (MAFUD, 2014, p. 25).

Também foram identificados na história outros eventos com estruturas de liquidação a posteriori em que se prefixa o preço de determinado bem, sempre com o objetivo comum de

proteção contra as oscilações de preços usualmente no mercado agrícola. (RODRIGUES, 2015, p. 13).

Na década de 1970, observou-se movimento de financeirização dos derivativos em que se passou a admitir a negociação de direitos de créditos lastreados em bens ou outros direitos sem a necessidade de entrega física do ativo subjacente, bastando a liquidação das posições por diferença dos preços, o que os desatrelou dos negócios jurídicos (ativos objetos) em que se baseavam.

Por consequência da liquidação por diferenciação, a resolução dos contratos se tornou mais ágil, dado que não haveria a entrega física de bens, e os preços mais acessíveis, em razão da redução dos custos de transação. Também se tornou desnecessária a transferência dos valores relacionados ao ativo subjacente, de forma que ele se torna uma referência conhecida como valor notional para a liquidação do contrato por diferença numa data futura.

Como efeito geral das alterações promovidas pela financeirização, observa-se que o foco deles passou a ser o risco dos negócios envolvendo ativo subjacente, seja bem ou direito pessoal patrimonial, de modo que os derivativos se consolidaram como instrumento de proteção dos agentes do mercado por meio da transferência de risco.

Admitindo que eles são instrumentos de transferência de riscos, Mafud (2014, p 31) explica a sua função como instrumento de proteção contra os riscos ligados ao ativo sobre o qual está lastreado, comumente denominado *hedge*, como também a possibilidade de ser utilizado com a função de especulação e de arbitragem.

De forma bastante similar, a BM&FBOVESPA – CVM (2015, p 40) os define como instrumentos utilizados para transferência do risco da oscilação imprevista dos preços. Complementa que eles são utilizados como mecanismos de proteção, elevação de rentabilidade, especulação e arbitragem.

Com base nesses dois entendimentos, conclui-se que os instrumentos derivativos possuem três finalidades principais: proteção, especulação e arbitragem.

A proteção é o fim almejado pelo agente que atua no mercado físico ou que esteja exposto ao risco de oscilação do ativo subjacente ao derivativo, cuja negociação pratica para se proteger dos riscos e oscilações de preços.

Nesse caso, o sujeito é afetado diretamente pela oscilação do ativo objeto e assume posição contratual em que a variação dos preços seja compensada pela perda ou pelo ganho com os derivativos, mantendo-se uma posição neutra em relação às oscilações de mercado.

A finalidade especulativa é centrada no interesse de lucro com a operação. O especulador pode estar dissociado do mercado real e não ter riscos associados ao ativo objetivo. Ou pode estar sujeito ao risco do mercado real e assumir posições que não neutralizam seu risco.

Ressalte-se que a especulação não pode ser vista de forma absolutamente negativa, pois em certa medida é necessária à economia por conferir liquidez ao mercado e possibilitar a sua existência, seja para a finalidade de proteção ou de especulação.

Por último, a arbitragem consiste na atuação do sujeito que observa distorções de preços de um mesmo ativo subjacente em mercados distintos, por exemplo, no mercado de capitais norte americano e no brasileiro, e assume posições que podem neutralizar o risco e que resultar em lucro.

Deste modo, os derivativos permitem que os agentes atuem em mercados variados e utilizem das suas distorções para obter ganhos mediante aposta em risco zero. Saliente-se que a própria atuação dos arbitradores resulta numa equalização dos preços em razão do princípio da oferta e demanda.

Em razão dessas três funções, eles exercem um papel adicional de instrumentos de formação de preços e de criação de informações, inclusive ensejando o aumento de liquidez do ativo subjacente no mercado real. (MAFUD, 2014, p. 34-37).

Em relação à classificação jurídica dos instrumentos derivativos, eles são contratos bilaterais², sinalagmáticos³, diferenciais⁴, aleatórios⁵, e atípicos⁶, frutos da autonomia privada, que possuem lapso temporal, que a valoração baseada em um ativo subjacente e admite como seu objeto a transferência de riscos atrelados a um ativo, com a finalidade de proteção, especulação ou arbitragem. (MAFUD, 2014, p. 84).

² A bilateralidade dos derivativos decorre da assunção de obrigações mútuas por ambas as partes e que futuramente são liquidadas por diferenciação, mas sempre existem duas partes que assumem entre si posições credoras e devedoras, mesmo que ao final apenas uma delas tenha um saldo a receber. (PEREIRA, 2005, p. 66-67).

³ Embora a conceituação de obrigações sinalagmáticas esteja estritamente atrelada aos contratos bilaterais, é prudente destacar que os derivativos possuem obrigações que condicionadas a execução pela contraparte, como nos casos das opções, em que o pagamento do prêmio é condição para a obrigação da contraparte. (PEREIRA, 2005, p. 66-67).

⁴ A diferenciação dos contratos decorre da forma de liquidação financeira dos derivativos, em que não há entrega física do bem, mas apenas a liquidação das posições contratuais.

⁵ A aleatoriedade é a principal característica dos derivativos, dado que seu objeto é transferência de riscos atrelados a um ativo, estando evidente na forma de quantificação das obrigações das partes apenas é conhecida posteriormente e dependem de uma série de eventos de risco incertos. (PEREIRA, 2005, p. 68-69).

⁶ A atipicidade dos derivativos está evidenciada pela ausência de dedução precisa de suas regras por códigos, leis, ou mesmo nas normas infralegais do CMN, CVM e BCB não há definição clara e precisa dos contratos derivativos. (PEREIRA, 2005, p. 60).

2.1. Espécies de derivativos: contratos futuros, opções e swaps

Os derivativos possuem três estruturas fundamentais, os contratos futuros, as opções e os *swaps*, sendo que as demais espécies são compostas de variações ou combinações dessas estruturas. (MAFUD, 2014, p. 38; RODRIGUES, 2015, p. 15).

Em relação aos contratos futuros, sua origem remonta aos contratos a termo, que são instrumentos customizados para garantir o direito de compra ou venda de um determinado ativo em uma data futura, sob um determinado preço, quantidade, prazo e outras particularidades, com liquidação por diferenciação. (RODRIGUES, 2015, p. 16-17).

Diante da falta de liquidez dos contratos a termo, foram realizadas alterações na sua estrutura de negociação que resultaram na criação dos contratos futuros.

Em síntese, os contratos que antes eram negociados de forma particular passaram a ser negociados em bolsa, as cláusulas que eram customizadas passaram a ser padronizadas, a liquidação que ocorria apenas uma vez ao final do contrato passou a ocorrer diariamente, bem como passou a ser garantida por contraparte intermediária.

Dessa forma, os contratos futuros possuem cláusulas padronizadas e são negociados em bolsa, o que resulta em contratos fungíveis e de maior liquidez. Seu objeto é o direito de compra ou venda de um ativo em uma data futura por um determinado preço, o mesmo dos contratos a termo.

Em relação às opções, elas são contratos em que é adquirido o direito de exigir da contraparte a contraprestação de compra ou de venda de um determinado bem ou direito numa data futura. Elas diferem dos contratos a termo e futuros, pois não há liquidação automática das posições de compra e venda. (MAFUD, 2014, p. 45).

O contrato é formado com aquisição da opção pelo titular que paga um prêmio pelo direito de adquirir ou vender determinado bem ou direito por preço preestabelecido até ou em uma determinada data. Caso seja a espécie americana, ela pode ser exercida até a data estabelecida no contrato e, no caso de ser europeia, pode ser exercida apenas na data de exercício prevista no contrato.

Desta maneira, são assumidas posições em que se confere o poder de exigir a compra ou venda de determinado ativo por preço determinado e que podem ser exigidas até ou em uma certa data, em conformidade com o tipo de contrato.

Cumprе ressaltar que as partes contratantes assumem posições de risco distintas, enquanto o titular toma risco restrito ao valor de seu prêmio, o lançador assume risco

ilimitado em relação à oscilação de preços do ativo subjacente. O que pode ser minimizado pela assunção de posições opostas em outros contratos de opções.

Em relação aos contratos de *swaps*, seu objetivo é a troca de posições de risco, seja por meio de troca de ativo, rentabilidade, fluxos financeiros ou de posições jurídicas. Sendo caracterizados como um contrato bilateral que possibilita troca de posições jurídicas apreciáveis monetariamente em momento futuro estabelecido e que se baseiam em um ou mais ativos subjacentes. (MAFUD, 2014, p. 49)

Ele é definido pela BM&FBOVESPA – CVM (2015, p 71) como um acordo em que as partes estabelecem a troca de fluxo de caixa futuro tendo como base a comparação da rentabilidade entre dois bens, assim produz efeito de obrigar as partes a realizarem uma troca futura de posições credoras e devedoras, conforme os critérios contratuais.

Vale mencionar que os *swaps* também podem ser utilizados para transferir o risco de crédito mediante remuneração. Para tanto, o ativo subjacente pode assumir forma de mútuo, título de dívida relativa a financiamento ou outro instrumento creditício, sendo que a parte remunerada pela proteção se condiciona a pagar certa quantia caso ocorra o evento preestabelecido, denominado evento de crédito. (MAFUD, 2014, p. 52).

Portanto, os derivativos podem assumir formas múltiplas com base nas três estruturas fundamentais: contratos futuros, opções e *swap*. Cada uma delas possui características específicas que em síntese são a compra ou venda futura de um bem ou direito com preço pré-determinado, a aquisição do direito de exigir a comprar ou vender um bem ou direito no futuro, e a troca de rentabilidade de uma ou mais variáveis com base num fluxo de caixa futuro.

2.2 Mercado de bolsa, de balcão e mercados organizados

De início, cumpre ressaltar que a bolsa de valores é sujeito de direitos e deveres que administra os locais físicos e sistemas de negociação, sendo a titular do estabelecimento empresarial no qual há disponibilização do ambiente de negociação para os compradores e vendedores⁷. Atualmente a bolsa ativa e em atuação no Brasil é pessoa jurídica de direito privado organizada sob a forma de companhia denominada B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.

⁷ Resolução CMN nº 2.690 de 2000. Art. 1º As bolsas de valores poderão ser constituídas como associações civis ou sociedades anônimas, tendo por objeto social: I - manter local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e/ou valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado pela própria bolsa, sociedades membros e pelas autoridades competentes; II - dotar, permanentemente, o referido local ou sistema de todos os meios necessários à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações; III - estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos e/ou valores mobiliários; IV - criar mecanismos regulamentares e operacionais que possibilitem o atendimento, pelas sociedades membros, de quaisquer ordens de compra e venda dos

Nesse contexto, a bolsa de valores é o responsável pelo arranjo sistêmico em que compradores e vendedores se encontram num ambiente de negociação único, com a obrigatoriedade do fechamento dos negócios pelo melhor preço praticado no momento, sendo que este ambiente de interação é tratado como mercado de bolsa. (MAFUD, 2014, p. 61-62).

O mercado de bolsa possui três aspectos basilares, quais sejam o fechamento centralizado dos negócios por um centro de custódia e liquidação, a forte padronização dos contratos pela entidade administradora e a presença de intermediários. (MAFUD, 2015, p. 65-66).

Em complemento, o mercado de bolsa também é o ambiente em que funcionam regularmente sistemas centralizados e multilaterais de negociações que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e venda de valores mobiliários, em que todas as ofertas de um mesmo valor mobiliário devem ser direcionadas a um mesmo canal de negociação, para ficar exposta à aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema. Ou que funcionem sistemas em se que permita a execução de negócios tendo como contraparte um formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda⁸.

Por outro lado, no mercado de balcão as operações não são padronizadas, e, portanto, são customizadas pela necessidade das contrapartes, são negociadas diretamente pelas partes,

investidores, sem prejuízo de igual competência da Comissão de Valores Mobiliários, que poderá, inclusive, estabelecer limites mínimos considerados razoáveis em relação ao valor monetário das referidas ordens; V - efetuar registro das operações; VI - preservar elevados padrões éticos de negociação, estabelecendo, para esse fim, normas de comportamento para as sociedades membros e para as companhias abertas e demais emissores de títulos e/ou valores mobiliários, fiscalizando sua observância e aplicando penalidades, no limite de sua competência, aos infratores; VII - divulgar as operações realizadas, com rapidez, amplitude e detalhes; VIII - conceder, à sociedade membro, crédito para assistência de liquidez, com vistas a resolver situação transitória, até o limite do valor de seus títulos patrimoniais ou de outros ativos especificados no estatuto social mediante apresentação de garantias subsidiárias adequadas, observado o que a respeito dispuser a legislação aplicável; e IX - exercer outras atividades expressamente autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários. Parágrafo único. As bolsas de valores que se constituírem como associações civis, sem finalidade lucrativa, não podem distribuir a sociedades membros parcela de patrimônio ou resultado, exceto se houver expressa autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

⁸ Instrução CVM nº 461 de 2007. Art. 65 Consideram-se mercados de bolsa aqueles que: I - funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; ou II - permitem a execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda, desde que: a) a atuação do formador de mercado seja regulada pela bolsa, nos termos da regulamentação específica da CVM para formadores de mercado, e fiscalizada pelo Departamento de Auto-Regulação; b) a regulação da bolsa preveja limites máximos para a diferença entre os preços de compra e de venda ofertados pelo formador de mercado; e c) seja admitida a interferência de outras pessoas autorizadas a operar no intervalo entre as ofertas de compra e de venda, desde que para a quantidade total daquele negócio. Parágrafo único. Considera-se sistema centralizado e multilateral aquele em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas a aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema.

e são liquidadas diretamente entre as partes. Além disso, trata-se de ambiente descentralizado em que negócios são fechados diretamente entre as partes das mais diversas maneiras possíveis, com maior liberdade quanto à formação de preços, aspecto diferente dos sistemas de bolsa. (Yazbek, 2013, p. 3)

Nos mercados de balcão organizado deve existir sistema ou ambiente para registro das operações, possibilidade de atuação direta, sem intervenção de intermediário e a possibilidade de diferimento da divulgação de informações sobre as operações. Esse mercado pode operar como sistema centralizado e multilateral de negociação de modo semelhante ao de bolsa, e por meio de execução de negócios que tenha como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas de compra e venda, e por meio do registro de operações previamente realizadas⁹.

O registro de operação previamente realizada ou a negociação de um contrato podem ocorrer sem a participação de intermediário do sistema de distribuição, desde que a liquidação da operação seja assegurada por entidade centralizada do mercado de balcão organizado ou que seja realizada diretamente entre as partes¹⁰.

Em relação ao mercado não organizado, ele abarca instituições que atuam em ambiente cujos integrantes do sistema de distribuição realizam operações de intermediação sem que o contrato seja negociado ou registrado em ambiente organizado, de modo que realizam por conta própria operações de subscrição ou compra de valores mobiliários destinados à revenda¹¹.

⁹ Instrução CVM nº 461 de 2007. Art. 92. O mercado de balcão organizado poderá operar por uma ou mais das seguintes formas: I – como sistema centralizado e multilateral de negociação, definido no termos do parágrafo único do art. 65, e que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; II – por meio da execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda; III – por meio do registro de operações previamente realizadas. Parágrafo único. A autorização para o mercado de balcão organizado operar por meio do registro de operações previamente realizadas, na forma do inciso III do caput, ou para prestar outros serviços de registro de valores mobiliários, na forma do inciso V do art. 13, equivale, observados os limites nela estabelecidos, à autorização para a prestação dos serviços referida no § 4º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, e no art. 28 da Lei nº 12.810, de 2013

¹⁰ Instrução CVM nº 461 de 2007. Art. 93 Em mercado de balcão organizado, a negociação ou o registro de operações previamente realizadas pode ocorrer sem a participação direta de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, desde que neste caso, nos termos previstos no regulamento, a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora do mercado de balcão organizado, ou, alternativamente, seja realizada diretamente entre as partes da operação.

¹¹ Instrução CVM nº 461 de 2007. Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º. Parágrafo único. Também será considerada como de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.

Ressalte-se que em ambos os mercados organizados, os administradores dependem de autorização prévia da Comissão de Valores Mobiliários para operar.

Portanto, o mercado de bolsa é caracterizado pela regularidade na negociação baseada em sistemas centralizados e multilaterais e formadores de mercado com a participação obrigatória dos agentes de distribuição, já o de balcão organizado permite a atuação sem intermediários e diretamente entre as partes, e, por fim, o mercado não organizado é aquele em que os contratos realizados por intermediário ou integrante do sistema de distribuição são realizados fora desses sistemas de registros em mercados organizados, tendo as partes maior autonomia para a celebração, execução e extinção dos contratos, já que não têm que observar as regras próprias dos sistemas de registro e custódia.

3. RISCOS E A REGULAÇÃO PRUDENCIAL DOS DERIVATIVOS

Antes de tratar da regulação prudencial sobre os derivativos, faz-se necessário tecer breve histórico sobre os antecedentes que os levaram a serem enquadrados como tipo de valor mobiliário, o que também impõe delinear comentários a respeito da sua submissão à competência regulatória do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários.

A primeira norma a dispor acerca do mercado de derivativos foi o Decreto-Lei nº 2.286 de 1986, que estabeleceu competência genérica de regulamentação para o Conselho Monetário Nacional¹². (YASBEK, 2013, p. 17).

Em seguida, por meio da Resolução CMN nº 1.190 de 1986, o Conselho Monetário Nacional distribuiu competências regulatórias, conforme a natureza do ativo subjacente dos derivativos, entre o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, cabendo a este regular os derivativos que tivessem valores mobiliários como ativo subjacente.

Trazendo profundas alterações ao modelo vigente, a Lei nº 10.303 de 2002 incluiu os derivativos no rol de valores mobiliários¹³, bem como incluiu como integrantes do sistema de distribuição os agentes autorizados a negociar esses contratos¹⁴, no caso as bolsas de mercadorias e futuros.

¹² BRASIL. Decreto Lei nº 2.286 de 1986. Art. 2º Compete ao Conselho Monetário Nacional regulamentar os mercados mencionados no artigo anterior, bem como as atividades das entidades que os administram e de seus participantes, expedindo normas sobre os contratos e as operações.

¹³ BRASIL. Lei nº 6.385 de 1976. Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;

¹⁴ BRASIL. Lei nº 6.385 de 1976. Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e VII – as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

Logo, a competência que antes era dividida entre o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários com base no ativo subjacente, passou a ser principalmente desta última. Ressalte-se que se manteve a competência do Banco Central do Brasil para regular as matérias específicas envolvendo instituições financeiras nas áreas de sua competência, de modo que a coordenação das duas autarquias restou imputada ao Conselho Monetário Nacional¹⁵.

Portanto, atualmente a regulação destes contratos é realizada pelo Conselho Monetário Nacional, órgão vinculado ao Ministério da Economia, e pela Comissão de Valores Mobiliários, cabendo ao Banco Central do Brasil a regulação de casos específicos envolvendo instituições financeiras.

3.1 Tipos de riscos nos derivativos

Toda operação econômica envolve riscos ou incertezas que podem afetar para maior ou menor seu resultado esperado.

As incertezas decorrem de situações de difícil mensuração e sem dados históricos que permitam estimar a probabilidade de que dado evento virá a ocorrer. Já os riscos podem ser estimados por meio de modelos matemáticos, distribuições de probabilidades, com base em dados históricos, que indicam a expectativa maior ou menor de se atingir o resultado esperado.

Em específico, as operações com derivativos estão sujeitas a seis tipos de riscos (classificação não exaustiva): risco de crédito, risco de mercado, risco de liquidez, risco operacional, risco legal, risco sistêmico.

O risco de crédito é classificado como a possibilidade do devedor inadimplir total ou parcialmente as obrigações assumidas, bem como do credor sofrer perdas independentemente do adimplemento, por exemplo, em razão da desvalorização do crédito decorrente da deterioração da capacidade financeira do devedor. (RODRIGUES, 2015, p. 3-11).

Sob a ótica normativa, ele é definido como a probabilidade do credor sofrer perdas decorrentes do não cumprimento do contrato nos termos pactuados, da deterioração na qualidade creditícia da contraparte, do interveniente ou do instrumento mitigador,

¹⁵ BRASIL. Lei nº 6.385 de 1976. Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: § 2º - Em relação às instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a explorar simultaneamente operações ou serviços no mercado de valores mobiliários e nos mercados sujeitos à fiscalização do Banco Central do Brasil, as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários serão limitadas às atividades submetidas ao regime da presente Lei, e serão exercidas sem prejuízo das atribuições daquele. § 3º - Compete ao Conselho Monetário Nacional regulamentar o disposto no parágrafo anterior, assegurando a coordenação de serviços entre o Banco Central do Brasil e a comissão de Valores Mobiliários

reestruturação dos instrumentos financeiros, e dos custos para recuperar créditos problemáticos¹⁶.

Em complemento, também compõe este conceito o risco de crédito da contraparte, do país, de transferência, de garantias, de concentração, e do inadimplemento de intervenientes, provedores de instrumento mitigador ou mandatário de cobrança¹⁷.

Quanto ao risco de mercado, pode ser verificado diante da possibilidade de ocorrência de perdas em razão de flutuações nos valores dos instrumentos detidos por um sujeito, inclusive em razão da possibilidade de variação das taxas de juros e preços de ações, bem como o risco de variação cambial e dos preços de mercadorias.

O risco de liquidez é o efeito no preço de negociação de um instrumento em razão da dificuldade de sua transferência a terceiros. Também se inclui neste tipo de risco a possibilidade de pagamento antecipado, pois este enseja a redução nos valores a serem recebidos de juros. De igual modo, em situações de redução de taxas de juros (risco de taxa de juros), o risco de pagamento antecipado é mais relevante em razão da antecipação do pagamento e recuperação do crédito com juros mais baixos.

O risco operacional pode ser verificado a partir da possibilidade de ocorrência de perdas resultantes de eventos externos ou de falha, deficiência ou inadequação de processos internos, atuação de pessoas ou operacionalização de sistemas¹⁸.

¹⁶ Resolução CMN nº 4.557 de 2017. Art. 21. Para fins desta Resolução, define-se o risco de crédito como a possibilidade de ocorrência de perdas associadas a: I - não cumprimento pela contraparte de suas obrigações nos termos pactuados; II - desvalorização, redução de remunerações e ganhos esperados em instrumento financeiro decorrentes da deterioração da qualidade creditícia da contraparte, do interveniente ou do instrumento mitigador; III - reestruturação de instrumentos financeiros; ou IV - custos de recuperação de exposições caracterizadas como ativos problemáticos, nos termos do art. 24.

¹⁷ Resolução CMN nº 4.557 de 2017. Art. 21, § 3º A definição de risco de crédito inclui: I - o risco de crédito da contraparte, entendido como a possibilidade de perdas decorrentes do não cumprimento de obrigações relativas à liquidação de operações que envolvam fluxos bilaterais, incluindo a negociação de ativos financeiros ou de derivativos; II - o risco país, entendido como a possibilidade de perdas relativas ao não cumprimento de obrigações associadas a contraparte ou instrumento mitigador localizados fora do País, incluindo o risco soberano, em que a exposição é assumida perante governo central de jurisdição estrangeira; III - o risco de transferência, entendido como a possibilidade de ocorrência de entraves na conversão cambial de valores recebidos fora do País associados a operação sujeita ao risco de crédito; IV - a possibilidade de ocorrência de desembolsos para honrar garantias financeiras prestadas de que trata a Resolução nº 4.512, de 28 de julho de 2016; V - a possibilidade de perdas associadas ao não cumprimento de obrigações nos termos pactuados por interveniente, provedor do instrumento mitigador ou mandatário de cobrança; VI - o risco de concentração, entendido como a possibilidade de perdas associadas a exposições significativas: a) a uma mesma contraparte; b) a contrapartes com atuação em um mesmo setor econômico, região geográfica ou segmento de produtos ou serviços; c) a contrapartes cujas receitas dependam de um mesmo tipo de mercadoria (commodity) ou atividade; d) a instrumentos financeiros cujos fatores de risco, incluindo moedas e indexadores, são significativamente relacionados; e) associadas a um mesmo tipo de produto ou serviço financeiro; e f) cujo risco é mitigado por um mesmo tipo de instrumento.

¹⁸ Resolução CMN nº 4.557 de 2017. Art. 32. Para fins desta Resolução, define-se o risco operacional como a possibilidade da ocorrência de perdas resultantes de eventos externos ou de falha, deficiência ou inadequação de processos internos, pessoas ou sistemas. § 1º A definição de que trata o caput inclui o risco legal associado à

O risco legal é caracterizado pela incerteza quanto às normas aplicáveis, seu entendimento e interpretação, bem como daquela relacionado ao documento que formaliza a operação.

Por fim, o risco sistêmico será avaliado no tópico seguinte em razão de sua correlação com o mercado bancário.

3.2 Falhas e regulação no mercado bancário

A regulação no mercado bancário tradicionalmente é justificada por duas teorias: a teoria do interesse público e do interesse privado. (PINTO, 2011, p. 32 – 37).

A corrente do interesse público fundamenta que a regulação do mercado bancário é necessária em razão da existência de falhas de mercado, usualmente definidas como: assimetria informacional, concentração econômica, especialmente a conglomeração de atividades financeiras e externalidades negativas.

A assimetria informacional decorre de situações em que há discrepância quanto à disponibilidade de informação entre os agentes e os intermediários em razão da existência de custos de transação que oneram sua obtenção por parte dos agentes, o que resulta nos efeitos de seleção adversa e risco moral.

A seleção adversa ocorre em razão dos agentes com os piores riscos de crédito serem os mais inclinados a tomarem os empréstimos com piores condições e maiores taxas de juros. Por este motivo, os agentes econômicos que possuem capital disponível para empréstimo optam por restringir a oferta de crédito mesmo sabendo que existem bons tomadores de crédito, o que resulta em situação de baixa disponibilidade de crédito.

Já o risco moral representa a tendência dos agentes econômicos em tomar posições mais arriscadas em razão da existência de um sistema de proteção, de forma que haveria estímulo aos bancos e outros tipos de instituições financeiras a tomar maiores riscos em mercados regulados, na expectativa de intervenção estatal em casos de crise. Situação similar poderia ocorrer em razão da proteção dos investidores pelo Fundo Garantidor de Crédito ou pela utilização de derivativos como proteção.

inadequação ou deficiência em contratos firmados pela instituição, às sanções em razão de descumprimento de dispositivos legais e às indenizações por danos a terceiros decorrentes das atividades desenvolvidas pela instituição. § 2º Entre os eventos de risco operacional, incluem-se: I - fraudes internas; II - fraudes externas; III - demandas trabalhistas e segurança deficiente do local de trabalho; IV - práticas inadequadas relativas a clientes, produtos e serviços; V - danos a ativos físicos próprios ou em uso pela instituição; VI - situações que acarretem a interrupção das atividades da instituição; VII - falhas em sistemas, processos ou infraestrutura de tecnologia da informação (TI); VIII - falhas na execução, no cumprimento de prazos ou no gerenciamento das atividades da instituição.

Em relação à concentração econômica, existem controvérsias a respeito de seus efeitos, colocando-se em pontos opostos o aumento da eficiência por meio de conglomerados, em razão da economia de escala e escopo¹⁹ e a redução da competitividade por meio da concentração econômica, e a possibilidade do exercício do poder abusivo de mercado²⁰.

Por último, e retomando os tipos de risco ao que os derivativos estão sujeitos, as externalidades negativas são tratadas como risco sistêmico e são classificadas como a possibilidade de que uma ou mais instituições financeiras sejam levadas à insolvência em razão de evento sistêmico. (RODRIGUES, 2015, p. 10).

Os referidos eventos sistêmicos ocorrem por meio da exposição interbancária e disseminação sistêmica informacional. No primeiro caso, o evento sistêmico é interno ao sistema bancário e decorre da insolvência de um participante do sistema, de forma que pode ocorrer rápida contaminação, dado a exposição real entre os bancos em razão da utilização do mercado interbancário para financiar suas necessidades de liquidez.

No segundo caso, o evento se inicia fora do sistema bancário sendo usualmente denominado “corrida bancária” e se trata da ação provocada pelo pânico dos depositantes que retiram seus fundos de um determinado banco considerado em crise. Tal fato enseja uma retirada de fundos em quantidade maior do que em situação de normalidade que pode levar o banco a uma grave crise de liquidez, e posterior contaminação sistêmica. (PINTO, 2011, p. 47).

A segunda corrente, do interesse privado em torno da regulação, se baseia na concepção da captura regulatória, em que as decisões de se regular seriam captadas pelos interesses particulares de facilitar o financiamento de suas atividades, canalizar crédito para fins politicamente atrativos, bem como maximizar a riqueza e influência de políticos no poder.

¹⁹ A economia de escala é aquela relacionada ao ganho de eficiência com base no volume de operações, ou seja, haveria uma redução do custo unitário dos produtos, e a de escopo é relacionada ao uso de estruturas semelhantes para produção de produtos diversos.

²⁰ BRASIL. Lei nº 12.529 de 2012. Art. 36. Constituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados: I - limitar, falsear ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência ou a livre iniciativa; II - dominar mercado relevante de bens ou serviços; III - aumentar arbitrariamente os lucros; e IV - exercer de forma abusiva posição dominante. § 1º A conquista de mercado resultante de processo natural fundado na maior eficiência de agente econômico em relação a seus competidores não caracteriza o ilícito previsto no inciso II do caput deste artigo. § 2º Presume-se posição dominante sempre que uma empresa ou grupo de empresas for capaz de alterar unilateral ou coordenadamente as condições de mercado ou quando controlar 20% (vinte por cento) ou mais do mercado relevante, podendo este percentual ser alterado pelo Cade para setores específicos da economia. § 3º As seguintes condutas, além de outras, na medida em que configurem hipótese prevista no caput deste artigo e seus incisos, caracterizam infração da ordem econômica: (...).

Desse modo, os bancos se engajariam na busca e defesa de regulações que ampliassem seu poder e bem-estar, resultando num sistema de troca de privilégios entre reguladores e regulados.

Em síntese, para essa teoria o processo regulatório seria uma competição entre grupos de interesse, em que grupos restritos e organizados disputariam o poder do estado para capturar renda à custa de grupos mais dispersos.

Diante desse cenário, adota-se o posicionamento de que não existe opção correta quanto ao papel da regulação entre as duas opções dualísticas, mas sim uma flutuação entre os dois polos extremos (teoria pública e privada da regulação) de fundamentos para a regulação.

Além dos fundamentos que trazem essas teorias, os choques exógenos também podem ser eventos que influenciam no ambiente de regulação. Por exemplo, o aumento da regulação financeira norte-americana observada após a grande depressão de 1930 ou mesmo na crise do sistema financeiro brasileiro de 1994, em que o sistema foi reformulado com instituição de seguro depósito e a entrada de instituições financeiras estrangeiras. (RODRIGUES, 2015, p. 52-55).

Pelo exposto, além de coexistirem as teorias pública e privada da regulação, ora pendente para um lado ora para outro extremo, devem ser consideradas as influências que os choques exógenos, como a crise de 2008, causam no ambiente regulatório, sendo que este último ponto conecta o presente capítulo ao tema central do presente estudo.

Veja-se que objetivo do trabalho foi mapear de forma organizada a atuação regulatória normativa do Estado brasileiro em torno da regulação prudencial dos derivativos após a crise financeira de 2008, dado a relevância desses contratos como instrumentos de disseminação sistêmica dessa crise.

Em relação ao último ponto, reconhece-se que a ampla utilização dos derivativos de crédito por instituições no mercado norte americano causou a rápida contaminação do mercado financeiro na crise de 2008, dado que o inadimplemento dos contratos protegidos ensejou a obrigação das contrapartes garantidoras a pagar o prêmio, de forma que o problema de liquidez se alastrou pelo mercado. (YASBEK, 2013, p. 7).

Conclui-se que o risco sistêmico é peça central na análise dos riscos típicos dos derivativos, bem como que o choque exógeno ocorrido em 2008 tem papel essencial nas alterações da regulação prudencial, que serão apresentadas adiante.

4. ALTERAÇÕES NA REGULAÇÃO BRASILEIRA NORMATIVA E PRUDENCIAL DOS DERIVATIVOS APÓS A CRISE DE 2008: REGISTRO, PADRONIZAÇÃO DE ESTRUTURA DE CAPITAL, INFORMAÇÃO CONTÁBIL E PUBLICIDADE

Como exposto no capítulo anterior, a crise de 2008 foi um evento sistêmico que estimulou alterações na regulação prudencial dos derivativos, de forma que se passa ao estudo específico das alterações ocorridas após a quebra do Lehman Brothers no dia 15 de setembro de 2008.

Ao final, verificar-se-á que algumas das expectativas de alterações na regulação dos instrumentos derivativos propostas pela doutrina analisada já foram introduzidas na regulação normativa brasileira. A doutrina sugeriu padronização dos contratos, o registro centralizado das informações da operação, a alteração do processo de formação de preços, a criação de sistemas que deem mais transparência aos contratos e a criação de uma câmara de compensação para eles. (YASBEK, 2013, p. 20) e (HERBST E DUARTE, 2013, p. 28).

Como dito, neste trabalho optou-se por centrar a pesquisa nas modificações relativas ao registro e à publicidade dos derivativos e os efeitos nas estruturas de prevenção ao risco envolvendo a informação contábil e a estrutura de capital.

4.1 Modificações nas normas relacionadas ao registro dos derivativos

A obrigatoriedade de se realizar o registro dos derivativos tem seu marco inicial com a edição da Resolução CMN nº 2.042 de 1994, tal norma autorizava bancos e outras sociedades²¹ a realizar operações de *swap* no mercado de balcão por conta própria ou de terceiros, desde que os contratos fossem registrados²². (YAZBECK, 2013, p. 20).

Já sob a ótica das alterações de competência promovidas pelo art. 2º da Lei nº 10.303 de 2002, o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução CMN nº 3.505 de 2007 que autoriza que as instituições financeiras e outras autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil celebrem por conta própria ou de terceiros contratos conformados como derivativos.

Em síntese, a norma permite que bancos múltiplos, bancos comerciais, caixas econômicas, bancos de investimento, bancos de câmbio, sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários realizem

²¹ Resolução CMN nº 2.042 de 1994. Art. 1º Autorizar os bancos múltiplos com carteira comercial e/ou de investimento, os bancos comerciais, os bancos de investimento, as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários a realizarem, no mercado de balcão, operações de "swap" referenciadas em ouro, taxas de câmbio, taxas de juros e índices de preços, por conta própria ou de terceiros.

²² Resolução CMN nº 2.042 de 1994. Art. 2º Estabelecer a obrigatoriedade do registro das operações de que trata esta resolução em sistema administrado pela central de custódia e de liquidação financeira de títulos – CETIP que atenda às necessidades de fiscalização e controle por parte do Banco Central do Brasil.

operações de swap, a termo e opções no mercado de balcão organizado em nome próprio ou de terceiros²³, e que as demais instituições autorizadas a operar pelo Banco Central do Brasil apenas podem realizar as referidas operações em nome próprio²⁴.

Como condição, a norma prescreve que as operações com derivativos devem ser registradas nos sistemas mantidos por entidades autorizadas pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários²⁵ e que as informações relativas a essas operações devem ser mantidas na instituição financeira à disposição do Banco Central do Brasil.

Correlacionando-se a essa norma, mas em âmbito distinto de competência regulatória, a Instrução CVM nº 467 de 2008 traz condições para a negociação e registro de derivativos em mercados organizados de valores mobiliários.

Em relação aos contratos negociados em mercado organizado, a norma obriga que os modelos de derivativos negociados sejam levados à aprovação pela Comissão de Valores Mobiliários²⁶ pela administradora do mercado²⁷.

Nos casos de contratos realizados fora do ambiente organizado, a norma admite seu registro desde que sejam aprovados pela entidade administradora²⁸, sendo ela responsável por

²³ Resolução CMN nº 3.505 de 2007. Art. 1º Os bancos múltiplos, os bancos comerciais, as caixas econômicas, os bancos de investimento, os bancos de câmbio, as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários podem realizar, no mercado de balcão, no País, por conta própria e de terceiros, operações de swap, a termo e com opções, passíveis de registro em mercados de balcão organizado ou em sistema administrado por bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros, por entidades de registro e de liquidação financeira de ativos devidamente autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários. Parágrafo único. Para os efeitos desta resolução, consideram-se realizadas em mercado de balcão as operações praticadas fora de ambiente de pregão, viva-voz ou eletrônico, com base em contratos bilaterais e parâmetros pactuados entre as partes.

²⁴ Resolução CMN nº 3.505 de 2007. Art. 2º As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil não mencionadas no art. 1º somente podem realizar as operações de que trata esta resolução por conta própria.

²⁵ Resolução CMN nº 3505 de 2007. Art. 6º As operações de que trata esta resolução devem ser registradas em mercado ou em sistema referido no art. 1º.

²⁶ Instrução CVM nº 467 de 2008. Art. 2º Os modelos de contratos derivativos admitidos à negociação em mercado organizado devem ser aprovados pela CVM antes do início das negociações. Parágrafo único. Devem ser igualmente submetidas à aprovação da CVM quaisquer alterações nos modelos de contratos derivativos previamente aprovados, antes que os novos termos passem a vigorar.

²⁷ Instrução CVM nº 467 de 2008. Art. 3º Os contratos derivativos que não tenham sido negociados em mercado organizado, mas levados a registro em tal mercado, serão aprovados pela entidade administradora do mercado em que forem registrados, estando dispensados de aprovação na CVM. Parágrafo único. A entidade mencionada no caput deve manter, pelo prazo de 5 (cinco) anos, contados da data de término dos contratos, a documentação relativa à sua análise.

²⁸ Instrução CVM nº 467 de 2008. Art. 4º A entidade administradora de mercado organizado deve estabelecer e tornar públicas regras sobre os procedimentos e critérios para aprovação dos contratos derivativos registrados em seus mercados. Parágrafo único. As regras e procedimentos de aprovação dos contratos derivativos devem permitir à entidade administradora identificar e coibir infrações às normas legais e regulamentares.

estabelecer e tornar públicas regras e critérios para a aprovação do registro que a permita identificar e coibir infrações às normas legais e regulamentares²⁹.

Em 2009, já em momento posterior à falência do Lehman Brothers, o Banco Central do Brasil editou a Circular BCB nº 3.474 de 2009 que ampliou as hipóteses de registro dos derivativos com contraparte no exterior.

A referida norma prevê que os derivativos atrelados a contratos de mútuo realizados entre pessoas residentes ou domiciliadas no Brasil e pessoas residentes ou domiciliadas no exterior devem ser levados a registro prévio em sistemas de registro e liquidação autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários ou Banco Central do Brasil, exigindo informações relativas aos valores e moedas envolvidas, prazos, contrapartes, forma de liquidação e parâmetros³⁰.

Ainda em 2009, o Conselho Monetário Nacional via edição da Resolução CMN nº 3.824 de 2009, ampliou a obrigatoriedade de registro para os derivativos celebrados por instituições financeiras e outras autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil quando firmados no exterior e impôs o prazo de dois dias úteis para o cumprimento de tal condição³¹.

Na sequência, o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução CMN nº 3.833 de 2010, que inseriu quatro parágrafos no artigo 1º da Resolução CMN nº 3.312 de 2005, para condicionar ao registro em sistema de registro e liquidação financeira autorizado pelo Banco

²⁹ Instrução CVM nº 467 de 2008. Art. 4º A entidade administradora de mercado organizado deve estabelecer e tornar públicas regras sobre os procedimentos e critérios para aprovação dos contratos derivativos registrados em seus mercados. Parágrafo único. As regras e procedimentos de aprovação dos contratos derivativos devem permitir à entidade administradora identificar e coibir infrações às normas legais e regulamentares.

³⁰ Circular BCB nº 3.474 de 2009. Art. 1º As instituições financeiras devem registrar, em sistema administrado por entidades de registro e de liquidação financeira de ativos devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, os instrumentos financeiros derivativos, como opções, contratos a termo, contratos futuros e swaps, independentemente do referencial, que se vinculem ao custo da dívida originalmente contratada nas operações de empréstimos entre residentes ou domiciliados no País e residentes ou domiciliados no exterior, inclusive por pessoa natural ou jurídica não financeira, realizadas nos termos da Resolução CMN nº 2.770, de 30 de agosto de 2000. § 1º O registro de que trata o caput deve: I - ser efetuado previamente ao ingresso dos recursos no País ou, quando for o caso, antes da concessão do repasse; II - abranger os valores e moedas envolvidos, prazos, contrapartes, forma de liquidação e parâmetros utilizados, tais como: limites, multiplicadores e aceleradores. § 2º A comprovação do registro deve constar da documentação comprobatória da respectiva operação de câmbio de ingresso ou de transferência internacional de reais.

³¹ Resolução CMN nº 3.824 de 2009. Art. 1º As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil devem registrar em sistema administrado por entidade de registro e de liquidação financeira de ativos, autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, as posições assumidas em instrumentos financeiros derivativos contratados no exterior, diretamente ou por meio de dependências ou empresas integrantes do conglomerado financeiro. § 1º O registro de que trata o caput deve: I - abranger os ativos subjacentes, os valores e moedas envolvidos, os prazos, contrapartes, forma de liquidação e parâmetros utilizados, tais como limites, multiplicadores e aceleradores; e II - ser efetuado até dois dias úteis após a contratação do instrumento financeiro derivativo. § 2º A comprovação do registro e a documentação alusiva às operações com instrumentos financeiros derivativos contratados no exterior devem ser mantidos à disposição do Banco Central do Brasil pelo prazo de cinco anos.

Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários³² as transferências de recursos para o exterior em virtude da realização de operações com derivativos destinados à proteção (*hedge*)³³.

Os registros devem ser feitos por meio de instituição financeira e instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, bem como devem abranger os ativos subjacentes, valores nominais ou ativos objetos, os valores e moedas envolvidas nos contratos, os prazos, contrapartes, forma de liquidação e os parâmetros³⁴.

A instituição responsável também deverá manter toda documentação relativa aos contratos registrados à disposição do Banco Central do Brasil, bem como prova de que realizou o registro de forma adequada³⁵.

Em 2011, a Lei nº 12.543, promulgada no dia 8 de dezembro de 2011 a partir da conversão da Medida Provisória nº 539 de 2011, deu nova redação ao art. 2º da Lei nº 6.385 de 1976 estabelecendo que a validade dos derivativos resta condicionada ao registro das operações em sistema de registro e liquidação financeira autorizado pelo Banco Central do Brasil ou Conselho Monetário Nacional³⁶.

O art. 3º da Lei nº 6.385 de 1976, também com a nova redação instituída pela Lei nº 12.543 de 2011, passou a atribuir competência ao Conselho Monetário Nacional para estabelecer condições específicas quanto à negociação de contratos derivativos, podendo determinar depósitos sobre o valor dos contratos, bem como fixar limites, prazos e outras condições em relação a negociação desses contratos³⁷.

³² No caso, o segmento denominado CETIP UTMV integrante da B3, com regulamento disponível em <http://www.b3.com.br/data/files/5C/A7/96/FD/779456104E775456AC094EA8/Regulamento-do-Segmento-Cetip-UTVM-20082018.pdf>.

³³ Resolução CMN nº 3.833 de 2010. Art. 1º, § 2º As transferências financeiras de que trata esta resolução ficam condicionadas ao registro, ou à comprovação do registro, caso já efetuado, da operação de proteção (*hedge*) em sistema administrado por entidade de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários

³⁴ Resolução CMN nº 3.833 de 2010. Art. 1º, § 3º O registro de que trata o § 2º deve: I - ser realizado por meio de instituição financeira e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; e II - abranger os ativos subjacentes, os valores e moedas envolvidos, os prazos, contrapartes, forma de liquidação e parâmetros utilizados, tais como limites, multiplicadores e aceleradores.

³⁵ Resolução CMN nº 3.833 de 2010. Art. 1º, § 4º A comprovação do registro e a documentação alusiva às operações de proteção (*hedge*) devem ser mantidas à disposição do Banco Central do Brasil pela instituição responsável pelo registro, pelo prazo de cinco anos

³⁶ Lei nº 6.385 de 1976. Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...) 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória no 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

³⁷ Lei nº 6.385 de 1976. Art. 3º VI - estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive: a) determinar depósitos sobre os valores nominais dos contratos; e b) fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos. § 1º Ressalvado o disposto nesta Lei, a fiscalização do mercado

Em 2013, por meio da Instrução CVM nº 554, a Comissão de Valores Mobiliários alterou a Instrução CVM nº 461 de 2007 para estabelecer que o registro dos derivativos em sistema de balcão organizado é suficiente para validá-los em conformidade com o novo requisito trazido pelo §4º, do art. 2º, da Lei nº 6.385 de 1976³⁸.

Diante das alterações elencadas, pode-se sintetizar que anteriormente à crise a Resolução CMN nº 3.505 de 2007 e a CVM nº 467 de 2008 eram as principais normas que tratavam do registro dos derivativos.

A primeira tinha como foco as operações com instituições financeiras e previa o registro dos contratos como regra, a segunda determinava o registro e aprovação prévios dos modelos de contratos a serem negociados em mercados organizados pela Comissão de Valores Mobiliários e autorizava o registro posterior à negociação mediante a aprovação do contrato pela administradora do mercado.

Posteriormente à crise, houve ampliação das hipóteses de obrigatoriedade de registro incluindo as operações realizadas por instituições financeiras e assemelhadas com contraparte no exterior por meio da Circular BCB nº 3.474 de 2009.

Na mesma linha, a Resolução 3.824 de 2009 determinou o registro das operações com derivativos realizadas no exterior por instituições financeiras e instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, e ainda a Resolução 3.833 de 2009 condicionou ao registro dos derivativos, o envio de recursos decorrente de derivativos de proteção para o exterior.

A mudança mais significativa decorreu da Lei nº 12.543 de 2011, por meio da qual a validade de todo tipo de derivativo passa a depender do registro do contrato em entidade registradora fiscalizada pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

Do exposto, percebe-se que anteriormente à crise de 2008 as hipóteses de registro dos derivativos eram abrangentes, mesmo assim, nos anos seguintes é perceptível um movimento de alargamento dessas hipóteses pelas entidades reguladoras. Este movimento culminou na

financeiro e de capitais continuará a ser exercida, nos termos da legislação em vigor, pelo Banco Central do Brasil. § 2º As condições específicas de que trata o inciso VI do **caput** deste artigo não poderão ser exigidas para as operações em aberto na data de publicação do ato que as estabelecer.” (NR)

³⁸ Instrução CVM nº 461 de 2007. Art. 92. O mercado de balcão organizado poderá operar por uma ou mais das seguintes formas: Parágrafo único. A autorização para o mercado de balcão organizado operar por meio do registro de operações previamente realizadas, na forma do inciso III do caput, ou para prestar outros serviços de registro de valores mobiliários, na forma do inciso V do art. 13, equivale, observados os limites nela estabelecidos, à autorização para a prestação dos serviços referida no § 4º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, e no art. 28 da Lei nº 12.810, de 2013.

opção regulatória de criar norma ampla que obriga o registro de todos os derivativos sob condição de validade.

4.2 Modificações nas normas relacionadas com a estrutura de capital mínimo e padronização da informação contábil por meio de ajustes prudenciais

No âmbito de competência do Banco Central do Brasil, a Circular nº 3.082 de 2002 estabelece critérios específicos para a escrituração contábil dos derivativos feitos por conta própria pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil³⁹.

Posteriormente à crise de 2008, a Resolução CMN nº 4.277 de 2013, com alterações feitas pela Resolução CMN nº 4.389 de 2014, traz critérios para a reavaliação de instrumentos financeiros com base em critérios de prudência, relevância e confiabilidade.

Tal norma prevê a criação um sistema capaz de mensurar a necessidade de se ajustarem os valores registrados dos instrumentos financeiros, inclusive os derivativos, utilizando-se aqueles critérios.

Para tanto, determina que ao menos sete critérios devem ser avaliados: os custos de liquidação da posição, o spread de risco de crédito, os custos efetivos de aplicação e captação de recursos, o risco de pagamento antecipado, o risco de renúncia, os custos administrativos futuros, os riscos operacionais e os riscos de modelo⁴⁰.

³⁹ Circular BCB nº 3.082 de 2002. Art. 1º Estabelecer que as operações com instrumentos financeiros derivativos realizadas por conta própria pelas instituições financeiras, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e administradoras de consórcios devem ser registradas observados os seguintes procedimentos I - nas operações a termo deve ser registrado, na data da operação, o valor final contratado deduzido da diferença entre esse valor e o preço à vista do bem ou direito em subtítulo retificador de uso interno da adequada conta de ativo ou passivo, reconhecendo as receitas e despesas em razão do prazo de fluência dos contratos, no mínimo, por ocasião dos balancetes mensais e balanços; II - nas operações com opções deve ser registrado, na data da operação, o valor dos prêmios pagos ou recebidos na adequada conta de ativo ou passivo, respectivamente, nela permanecendo até o efetivo exercício da opção, se for o caso, quando então deve ser baixado como redução ou aumento do custo do bem ou direito, pelo efetivo exercício, ou como receita ou despesa, no caso de não exercício, conforme o caso; III - nas operações de futuro deve ser registrado o valor dos ajustes diários na adequada conta de ativo ou passivo, devendo ser apropriados como receita ou despesa, no mínimo, por ocasião dos balancetes mensais e balanços; IV - nas operações de "swap" deve ser registrado o diferencial a receber ou a pagar na adequada conta de ativo ou passivo, devendo ser apropriado como receita ou despesa, no mínimo, por ocasião dos balancetes mensais e balanços; V - nas operações com outros instrumentos financeiros derivativos, deve ser realizado registro em contas de ativo ou passivo de acordo com as características do contrato, inclusive aqueles embutidos, que devem ser registrados separadamente em relação ao contrato a que estejam vinculados.

⁴⁰ Resolução CMN nº 4.277 de 2013. Art. 8º As instituições de que trata o art. 1º devem estabelecer e manter procedimentos para a avaliação da necessidade de ajustes no valor dos instrumentos financeiros de que trata esta Resolução, independente da metodologia de apuração adotada e observados critérios de prudência, relevância e confiabilidade. § 2º A avaliação de que trata o caput deve considerar, no mínimo, os seguintes elementos: I - custos de liquidação das posições, que se referem à diferença entre o valor líquido provável de realização e o valor médio das ofertas firmes de compra e de venda, quando disponível, ou estimado mediante adoção de técnica ou modelo de apuração; II - spread de risco de crédito, que consiste no diferencial sobre a taxa ou sobre o valor de referência livre de risco atribuível à qualidade creditícia do emissor ou da contraparte; III -

Em relação à estrutura de capital, o Comunicado nº 020615 do Diretor de Normas e Organização do Sistema Financeiro, divulgou orientações preliminares em razão da implementação das alterações propostas pelo Comitê de Basileia para Supervisão Bancária acerca da estrutura de capital e de requerimentos de liquidez (Basileia III).

O comunicado explicita que o Patrimônio de Referência será constituído em dois níveis, sendo que o Nível I será composto de elementos que demonstrem a capacidade efetiva de absorver perdas durante o funcionamento, e o Nível II será constituído de elementos que sejam capazes de absorver perdas em hipóteses de inviabilidade de funcionamento⁴¹.

Nesse sentido, a Resolução CMN nº 4.192 de 2013 estabelece que o capital de Nível I é composto pelo Capital Principal e Complementar, sendo que deve ser inserido no Capital Principal o valor dos instrumentos derivativos utilizados como proteção para fluxo de caixa.

Contudo, a referida resolução prevê uma série de deduções a serem feitas nos Níveis I e II em relação a ativos relacionados aos derivativos, de forma que os exclui da composição do Patrimônio de Referência.

Nesse sentido, prevê que devem ser deduzidas ações ou instrumentos de emissão próprios adquiridos direta ou indiretamente por meio de operações com derivativos dos cálculos do Capital Principal⁴² e Capital Complementar⁴³ e de Nível II⁴⁴.

custos efetivos de aplicação e captação de recursos, que se referem aos custos associados à recomposição de margem, a reinvestimentos ou a refinanciamentos; IV - risco de pagamento antecipado e risco de renúncia, que se referem aos custos associados à possibilidade de exercício de opicionalidades, ainda que não previstas contratualmente; V - custos administrativos futuros, que se referem aos custos de manutenção da estrutura de gerenciamento do instrumento financeiro quando seu tempo de permanência na carteira supera o esperado; VI - riscos operacionais, que se referem à possibilidade de ocorrência de perdas causadas pelos fatores elencados no art. 2º da Resolução nº 3.380, de 29 de junho de 2006, diretamente relacionadas ao processo de apreçamento de instrumentos financeiros; e VII - riscos de modelo, que se referem à possibilidade de perdas atribuíveis a incertezas na especificação dos modelos de apreçamento e nos parâmetros utilizados.

⁴¹ Comunicado nº 020615 de 2010. Em conformidade com as propostas de Basileia II, o Patrimônio de Referência (PR), de que trata a Resolução nº 3.444, de 28 de fevereiro de 2007, permanecerá composto de dois níveis: Nível I e Nível II. O Nível I passará a ser composto de duas parcelas, o Capital Principal (Common Equity Tier 1) e o Capital Adicional (Additional Tier 1), sendo constituído de elementos que demonstrem capacidade efetiva de absorver perdas durante o funcionamento da instituição financeira. O Nível II será constituído de elementos capazes de absorver perdas em caso de ser constatada a inviabilidade do funcionamento da instituição.

⁴² Resolução CMN nº 4.192 de 2013. Art. 4º O Capital Principal é apurado mediante: II - a dedução dos valores correspondentes: b) às ações ou quaisquer outros instrumentos de emissão própria, autorizados a compor o Capital Principal, adquiridos diretamente, indiretamente ou de forma sintética, inclusive por meio de: 3. operações com derivativos, inclusive derivativos de índices;

⁴³ Resolução CMN nº 4.192 de 2013. Art. 6º O Capital Complementar é apurado mediante: II - a dedução dos valores correspondentes: b) às ações de emissão própria, autorizadas a compor o Capital Complementar, adquiridas diretamente, indiretamente ou de forma sintética, inclusive por meio de: 3. operações com derivativos, inclusive derivativos de índices;

⁴⁴ Resolução CMN nº 4.192 de 2013. Art. 7º O Nível II é apurado mediante: II - a dedução dos valores correspondentes b) às ações de emissão própria, autorizadas a compor o Nível II, adquiridas diretamente, indiretamente ou de forma sintética, inclusive por meio de: 3. operações com derivativos, inclusive derivativos de índices;

Ressalte-se que a Resolução CMN nº 4.192 faz parte de um grupo de medidas denominadas Pilar I e que estão ligadas ao controle da estrutura de capital e seu respectivo patamar mínimo, que deve ser mantido pelas instituições reguladas visando prevenir crises de liquidez e insolvência em observância aos contornos da regulação prudencial voltada ao mercado financeiro.

Conclui-se que o agente regulador entendeu que as operações envolvendo derivativos não trazem segurança para atender as expectativas do Patrimônio Referencial, quais sejam demonstrar a capacidade efetiva de absorver perdas durante o funcionamento e de absorver perdas em hipóteses de inviabilidade de funcionamento.

4.3 Modificações nas normas relacionadas à publicidade das informações relativas aos derivativos

Em relação à publicidade, antes da crise de 2008 não havia disposições específicas no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários para divulgação das posições de exposição em derivativos.

Havia apenas a previsão do art. 6º da Instrução CVM nº 467 de 2008 para que as entidades administradoras de mercados organizados divulgassem periodicamente os preços dos ativos subjacentes dos contratos negociados de forma ampla e irrestrita.

Após a falência do Lehman Brother em setembro de 2008, principal marco para o início da crise, as primeiras modificações na publicidade das posições em derivativos foram feitas pela por meio da Deliberação CVM nº 550 e a Instrução CVM nº 475, editadas e publicadas respectivamente em outubro e dezembro de 2008.

A Deliberação CVM nº 550 determinou que todas as companhias abertas devem incluir nas notas explicativas de suas demonstrações contábeis referência a quaisquer derivativos de que tenham participado, na condição de credoras ou devedoras e independentemente do mercado em que foram negociados ou registrados, de modo a englobar a totalidade desses contratos⁴⁵.

Adota-se uma conceituação ampla que abrange apenas três requisitos: que sejam de liquidação futura, que não seja necessário desembolso inicial, ou que esse seja muito pequeno, e que seu valor se altere em razão da oscilação de variável predeterminada, denominada ativo subjacente ou ativo objeto⁴⁶.

⁴⁵ Deliberação CVM nº 550 de 2008. Art. 1º As companhias abertas devem divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial.

⁴⁶ Deliberação CVM nº 550 de 2008. Art. 2º Para fins desta Deliberação, são considerados instrumentos financeiros derivativos quaisquer contratos que gerem ativos e passivos financeiros para suas partes,

A deliberação prevê em seu artigo 3º uma série de informações que devem constar na nota explicativa, por exemplo, os valores e tipos de margens dadas em garantia, ganhos auferidos e perdas suportadas no período, valores agrupados por ativo, indexador de referência, contraparte, mercado negociado, e outros dados⁴⁷.

Ao final, ainda dispôs que todas as companhias que já tivessem divulgado as Informações Trimestrais relativas ao 3º trimestre de 2008 sem a observância da deliberação, deveriam reapresentar a nota explicativa para atender a esses requisitos⁴⁸.

A mencionada Instrução CVM nº 475 de 2008 trouxe determinações específicas para as companhias abertas em relação a todos seus instrumentos financeiros, prevendo elaboração de nota explicativa específica com informações qualitativas e quantitativas a respeito deles⁴⁹.

independente do mercado em que sejam negociados ou registrados ou da forma de realização, desde que possuam concomitantemente as seguintes características: - o seu valor se altera em resposta às mudanças numa taxa de juros específica, preço de um instrumento financeiro, preço de uma commodity, taxa de câmbio, índice de preços ou de taxas, classificação de crédito (rating), índice de crédito, ou outra variável, por vezes denominada “ativo subjacente”, desde que, no caso de uma variável não financeira, a variável não seja específica a uma das partes do contrato; II - não é necessário qualquer desembolso inicial ou o desembolso inicial é menor do que seria exigido para outros tipos de contratos nos quais seria esperada uma resposta semelhante às mudanças nos fatores de mercado; e III - seja liquidado numa data futura. Parágrafo único. Sem prejuízo da definição contida neste artigo, são considerados instrumentos financeiros derivativos os contratos a termo, swaps, opções, futuros, swaptions, swaps com opção de arrependimento, opções flexíveis, derivativos embutidos em outros produtos, operações estruturadas com derivativos, derivativos exóticos e todas as demais operações com derivativos, independente da forma como sejam contratados.

⁴⁷ Deliberação CVM nº 550 de 2008. Art. 3º A nota explicativa referida no art. 1º deve conter, no mínimo, as seguintes informações: I - política de utilização de instrumentos financeiros derivativos; II - objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente, a política de proteção patrimonial (hedge); III - riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado, adequação dos controles internos e parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos e os resultados obtidos em relação aos objetivos propostos; IV - valor justo de todos os instrumentos financeiros derivativos contratados e os critérios de determinação, métodos e premissas significativas aplicadas na apuração desse valor justo; V - valores registrados em contas de ativo e passivo, se for o caso, segregados por categoria, risco e estratégia de atuação no mercado, separando inclusive aqueles com o objetivo de proteção patrimonial (hedge) daqueles com outros propósitos; VI - valores agrupados por ativo, indexador de referência, contraparte, mercado de negociação ou de registro dos instrumentos e faixas de vencimentos, destacados os valores de referência (nacional), justo e em risco da carteira; VII - ganhos e perdas no período, agrupados pelas principais categorias de riscos assumidos, identificando aqueles registrados em cada conta do resultado e, se for o caso, no patrimônio líquido; VIII - valores e efeito no resultado do período e no patrimônio líquido, se for o caso, de operações que deixaram de ser qualificadas para a contabilidade de operações de proteção patrimonial (hedge); IX - principais transações e compromissos futuros objeto de proteção patrimonial (hedge) de fluxo de caixa, destacados os prazos para o impacto financeiro previsto; e X - valor e tipo de margens dadas em garantia. Parágrafo único. Para os efeitos deste artigo, valor justo é o montante pelo qual um ativo poderia ser trocado, ou um passivo poderia ser liquidado, entre partes independentes, com conhecimento do negócio e com vontade de realizá-lo, em uma transação em que não há favorecidos.

⁴⁸ Deliberação CVM nº 550 de 2008. Art. 5º As companhias abertas que já tenham divulgado as suas Informações Trimestrais relativas ao 3º trimestre de 2008 na data de publicação desta Deliberação, ou que venham a divulgá-las até 24 de outubro de 2008 sem observância do disposto nesta Deliberação, devem refazer a nota explicativa e reapresentar suas informações trimestrais relativas ao 3º trimestre de 2008 até 14 de novembro de 2008, na forma estabelecida por esta Deliberação.

⁴⁹ Instrução CVM nº 475 de 2008. Art. 1º As companhias abertas devem divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial.

Especificamente em relação aos derivativos, tal instrução determinou que as companhias abertas deveriam diferenciar os contratos que foram realizados com fins de proteção⁵⁰, elaborar cenários para medir os efeitos da deterioração dos índices de referência do contrato⁵¹, e divulgar três situações distintas para esses índices, uma provável, outra com variação negativa em pelo menos 25% e outra situação com perda de pelo menos 50%⁵².

Em 2010, a iniciativa de autorregulação da Federação Brasileira dos Bancos e do Instituto Brasileiro de Ciência Bancária promoveu a criação da Central de Exposição a Derivativos (CED), associação civil sem fins lucrativos, destinada a dar publicidade aos derivativos.

Dando validade a essa iniciativa, o Conselho Monetário Nacional por meio da Resolução CMN nº 3.908 de 2010 permitiu que as instituições financeiras e outras autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil pudessem consultar informações sobre as posições assumidas em derivativos por pessoas naturais ou jurídicas⁵³. Na mesma linha, a Comissão de Valores Mobiliários autorizou as entidades administradoras de mercados organizados o compartilhamento de informações sobre as operações negociadas ou registradas em seu sistema, para a administração de riscos de instituições financeiras⁵⁴.

O Banco Central do Brasil também editou uma série de medidas visando a normatização da publicidade envolvendo os derivativos.

Por exemplo, a Circular BCB nº 3.678 de 2013 que trata da apuração do Patrimônio de Referência e dos ativos ponderados pelo risco, prevê que deve ser divulgado o total da

⁵⁰ Instrução CVM nº 475 de 2008. Art. 4º Para as operações com instrumentos financeiros derivativos realizadas com finalidade de hedge, a companhia deve divulgar o objeto (o elemento sendo protegido) e o instrumento financeiro derivativo de proteção em linhas separadas do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade, de modo a informar sobre a exposição líquida da companhia, em cada um dos três cenários mencionados no art. 3º, § 2º.

⁵¹ Instrução CVM nº 475 de 2008. Art. 3º, §1, inciso III - definir o cenário mais provável, na avaliação da administração, além de 2 (dois) cenários que, caso ocorram, possam gerar resultados adversos para a companhia.

⁵² Instrução CVM nº 475 de 2008. Art. 3, §2º Na definição dos cenários de que trata o inciso III do § 1º devem ser, necessariamente, utilizadas: I - uma situação considerada provável pela administração e referenciada por fonte externa independente (ex.: preços de contratos futuros negociados em bolsas de valores e ou mercadorias e futuros); II - uma situação, com deterioração de, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) na variável de risco considerada; e III - uma situação, com deterioração de, pelo menos, 50% na variável de risco considerada

⁵³ Resolução CMN nº 3.908 de 2019. Art. 1º As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, se optarem por consulta a informações relativas às posições em instrumentos financeiros derivativos detidos por pessoas naturais ou jurídicas, devem previamente ter indicado diretor responsável por tais procedimentos de consulta.

⁵⁴ Instrução CVM nº 486 de 2010. Art. 4º-A As entidades administradoras de mercados organizados podem, observado o disposto nos incisos I e V do § 3º do art. 1º da Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001, criar mecanismos de compartilhamento de informações sobre operações com contratos derivativos negociados ou registrados em seus sistemas, com fins de administração de riscos pelas instituições financeiras.

exposição dos derivativos em razão por categoria de risco dividida conforme a referência do contrato, taxa de juros, câmbio, preço de ações e preço de mercadorias⁵⁵.

De igual forma, a Circular BCB nº 3.748 de 2015 estabelece que devem ser divulgadas as informações acerca dos cálculos da Razão de Alavancagem conforme os modelos do anexo I e II⁵⁶, de forma periódica, em local de acesso público e de fácil localização no sítio da instituição⁵⁷.

Especificamente em relação aos derivativos, o anexo I prevê a divulgação do total de ajustes relativos ao método de apuração dos instrumentos financeiros derivativos⁵⁸ e o anexo II a divulgação do total das exposições relativas a operações com instrumentos financeiros derivativos⁵⁹.

Em razão das inúmeras medidas voltadas à promoção da publicidade de informações relativas à celebração de derivativos estarem previstas de forma desordenada nos instrumentos normativos, o Banco Central do Brasil passou a exigir a elaboração do relatório Pilar III

⁵⁵ Circular BCB nº 3.678 de 2013. Art. 15. Deve ser divulgado, no mínimo, o total da exposição a instrumentos financeiros derivativos por categoria de fator de risco de mercado, segmentado entre posições compradas e vendidas, segregado da seguinte maneira: I - operações com instrumentos financeiros derivativos realizadas por conta própria e liquidadas em contraparte central, subdivididas em realizadas no Brasil e no exterior; II - operações com instrumentos financeiros derivativos realizadas por conta própria e não liquidadas em contraparte central, subdivididas em realizadas no Brasil e no exterior; 1º Para apuração do valor das exposições em derivativos com características não lineares, deve ser considerada a variação do preço do derivativo em relação à variação do preço do ativo objeto (delta) multiplicada pela quantidade de contratos e pelo seu tamanho. § 2º A segregação por fator de risco de mercado de que trata o caput corresponde, no mínimo, à classificação nas seguintes categorias: I - taxas de juros; II - taxas de câmbio; III - preços de ações; e IV - preços de mercadorias (commodities).

⁵⁶ Circular BCB nº 3.748 de 2015. Art. 24. Devem ser divulgadas informações relativas à RA, conforme formato padrão definido nos: I - Anexo I, para as datas-base de 30 de junho e de 31 de dezembro de cada ano; e II - Anexo II, para as datas-base de 31 de março, 30 de junho, 30 de setembro e 31 de dezembro de cada ano. § 1º Estão dispensadas do disposto no inciso I do caput as instituições de que trata o art. 1º não constituídas sob a forma de companhia aberta. § 2º As informações de que trata o caput devem ser divulgadas no prazo máximo de sessenta dias, exceto para a data-base de 31 de dezembro, cujo prazo máximo é de noventa dias. § 3º Diferenças relevantes entre as informações previstas no caput e outras informações divulgadas pela instituição devem ser esclarecidas no processo de divulgação de que trata o art. 25.

⁵⁷ Circular BCB nº 3.748 de 2015. Art. 25. As informações de que trata o art. 24 devem estar disponíveis em um único local, de acesso público e de fácil localização, em seção específica no sítio da instituição na internet.

⁵⁸ O valor total dos ajustes é apurado pela soma: dos valores de reposição referentes às contrapartes envolvidas no caso de operações com instrumentos financeiros derivativos realizadas em nome de clientes; dos ganhos potenciais futuros decorrentes de operações com instrumentos financeiros derivativos não financeiros; dos ganhos potenciais futuros líquidos apurados conforme o art. 14 da Circular BCB nº 3.748 de 2015; e dos valores de referência ajustados dos derivativos de crédito em que a instituição atue como contraparte receptora do risco. Devem ser deduzidos os valores entregues em razão de margem de garantia e os ajustes do valor de reposição e do valor de reposição líquido.

⁵⁹ O total de exposições com instrumentos derivativos decorre da soma dos seguintes itens: valor de reposição em operações com derivativos; ganho potencial futuro decorrente de operações com derivativos; ajuste relativo à garantia prestada em operações com derivativos; ajuste relativo à margem de garantia diária prestada; derivativos em nome de clientes em que não há obrigatoriedade contratual de reembolso em decorrência de falência ou inadimplemento das entidades responsáveis pelo sistema de liquidação; valor de referência ajustado em derivativos de crédito; ajuste sob o valor de referência ajustado em derivativos de crédito.

visando ordenar a temática relativa à publicidade com base nas orientações do Comitê de Basileia para Supervisão Bancária, conforme a Circular BCB nº 3.930 de 2019.

Nesse sentido, a exposição de motivos dessa circular define que o fundamento para a elaboração e divulgação desse relatório pelas instituições financeiras é o aprimoramento da comparabilidade das informações entre instituições e a fomentação da disciplina de mercado⁶⁰.

Também na exposição de motivos, explicita-se que o objetivo da regulação é reunir todos os requisitos de informação atualmente utilizados em normas esparsas, inclusive com a manutenção das divulgações previstas na Circular BCB nº 3.678 de 2013 mesmo sem previsão do Comitê de Basileia, pois o fundamento para a transparência dessas informações foram as perdas identificadas em derivativos cambiais na crise de 2008, razão que ainda se mantém⁶¹.

Assim, o relatório Pilar III, a ser elaborado pelas instituições enquadradas nos segmentos de regulação prudencial S1 a S4, deverá trazer indicadores prudenciais e gerenciamento de riscos; comparação entre informações contábeis e prudenciais; composição do capital; indicadores macro prudenciais; razão de alavancagem (RA); indicadores de liquidez; risco de crédito; risco de crédito de contraparte (CCR); exposições de securitização; risco de mercado; risco de variação das taxas de juros em instrumentos classificados na carteira bancária (IRRBB); e remuneração de administradores⁶².

⁶⁰ Voto nº 21/2019-BCB de 2019. O conteúdo proposto na minuta se baseia primordialmente em dois documentos publicados pelo Comitê de Basileia para Supervisão Bancária (BCBS), a saber: - Revised Pillar 3 disclosure requirements, de 2015, correspondente à primeira fase de revisão do Pilar 3, que altera os requerimentos de divulgação dos ativos ponderados pelo risco (RWA) e das abordagens baseadas em modelos internos. A estrutura de divulgação definida nessa primeira fase alterou substancialmente a abordagem anterior do Pilar 3 estabelecida pelo BCBS'. O documento estabeleceu a divulgação de informações por meio de tabelas com formato flexível para informações qualitativas e com formato padronizado fixo para as informações quantitativas, de modo a aprimorar a comparabilidade de informações entre instituições e a fomentar a disciplina de mercado;

⁶¹ Voto Nº 21/2019-BCB de 2019. Cabe ainda destacar que foram mantidos, conforme estabelecido na Circular nº 3.678, de 2013, os requerimentos de divulgação de informações relativas à exposição a instrumentos financeiros derivativos por categoria de fator de risco de mercado, com diferenciação entre posições compradas e vendidas. Apesar de não prevista no documento do BCBS, a divulgação de tais informações foi incluída no arcabouço brasileiro após a crise financeira de 2008, quando derivativos cambiais geraram expressivos prejuízos. Tal requerimento de divulgação foi mantido na proposta ora apresentada, com amparo no entendimento de que a transparência de tais exposições permanece relevante e desejável.

⁶² Circular BCB nº 3.930 de 2019. Art. 2º As instituições enquadradas no Segmento 1 (S1), no Segmento 2 (S2), no Segmento 3 (S3) ou no Segmento 4 (S4), nos termos da Resolução nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017, devem divulgar documento denominado Relatório de Pilar 3. § 1º Observada a segmentação estabelecida no capítulo III e sumarizada em quadro resumo no Anexo I, o Relatório de Pilar 3 deve conter informações referentes a: I - indicadores prudenciais e gerenciamento de riscos; II - comparação entre informações contábeis e prudenciais; III - composição do capital; IV - indicadores macroprudenciais; V - razão de alavancagem (RA); VI - indicadores de liquidez; VII - risco de crédito; VIII - risco de crédito de contraparte (CCR); IX - exposições de securitização; X - risco de mercado; XI - risco de variação das taxas de juros em instrumentos classificados na carteira bancária (IRRBB); e XII - remuneração de administradores

O referido relatório também prevê que sejam divulgadas informações acerca da exposição total em derivativos por posição comprada e vendida segmentada nas categorias de risco de taxa de juros, câmbio, ações e mercadorias⁶³. Cumpre ressaltar que estas são as informações divulgadas por meio da Circular BCB nº 3.678 de 2013.

O relatório dá publicidade ao cálculo do risco de crédito da contraparte previsto na Circular BCB nº 3.644 de 2013⁶⁴. Em breve aparte, o referido índice é um instrumento de mensuração de risco envolvendo derivativos baseado no valor de reposição acrescido no valor potencial futuro utilizado no cálculo do patrimônio de referência.

Deste modo, a partir de 2020 as instituições obrigadas à divulgação desse relatório deverão disponibilizá-lo em um único local, de acesso público e de fácil localização, em seção específica no sítio da instituição na internet⁶⁵.

Também deverá ser observada regra para a periodicidade da publicação desse relatório, de forma que as instituições terão que realizar publicações trimestrais, semestrais ou anuais conforme o tipo de informação.⁶⁶

⁶³ Circular BCB nº 3.930 de 2019. Art. 15 Adicionalmente às informações requeridas no art. 14, deve ser divulgado o total da exposição associada a instrumentos financeiros derivativos por categoria de fator de risco de mercado, segmentado entre posições compradas e vendidas, segregado da seguinte maneira: I - operações com derivativos de titularidade própria e liquidadas em contraparte central, subdivididas em realizadas no Brasil e no exterior; II - operações com derivativos de titularidade própria e não liquidadas em contraparte central, subdivididas em realizadas no Brasil e no exterior. § 1º Para apuração do valor de exposição associada a derivativo com características não lineares, deve ser considerada a variação do preço do derivativo em relação à variação do preço do respectivo ativo objeto (delta) multiplicada pela quantidade de contratos e pelo seu tamanho. § 2º A segregação por fator de risco de mercado mencionada no caput deve corresponder às seguintes categorias: I - taxas de juros; II - taxas de câmbio; III - preços de ações; e IV - preços de mercadorias (commodities).

⁶⁴ Circular BCB nº 3.930 de 2019. Art. 12. As informações do Relatório de Pilar 3 relativas ao CCR devem ser prestadas conforme as seguintes tabelas estabelecidas pelo Banco Central do Brasil: I - informações qualitativas sobre o gerenciamento do risco de crédito de contraparte (tabela CCRA); II - análise das exposições ao risco de crédito de contraparte por abordagem utilizada (tabela CCR1); III - abordagem padronizada - segregação de exposições ao CCR por contraparte e por fator de ponderação de risco (tabela CCR3); IV - colaterais financeiros associados a exposições ao risco de crédito de contraparte (tabela CCR5); V - informações sobre o risco de crédito de contraparte associado a derivativos de crédito (tabela CCR6); e VI - informações sobre o risco de crédito de contraparte associado a exposições a contrapartes centrais (tabela CCR8). § 1º As informações relativas ao CCR referem-se apenas às operações de derivativos, operações compromissadas e de empréstimos de ativos. § 2º As operações de derivativos incluem as operações de compra ou venda para liquidação futura de moeda estrangeira, de ouro ou de títulos e valores mobiliários.

⁶⁵ Circular BCB nº 3.930 de 2019. Art. 23. O Relatório de Pilar 3 deve estar disponível em um único local, de acesso público e de fácil localização, em seção específica no sítio da instituição na internet. § 1º A instituição sujeita à publicação de demonstrações financeiras deve informar juntamente com essas a localização do Relatório de Pilar 3 no seu sítio na internet. § 2º O Relatório de Pilar 3 deve ficar disponível no sítio da instituição na internet pelo período de cinco anos contados a partir da data de sua divulgação. § 3º As informações requeridas no Relatório de Pilar 3 devem estar disponíveis também em forma de dados abertos, segundo especificações estabelecidas pelo Banco Central do Brasil. § 4º O Relatório de Pilar 3 com data-base 31 de dezembro deve ser acompanhado de descrição resumida dos principais aspectos da política de divulgação de informações de que trata o art. 12 da Resolução nº 4.193, de 2013.

⁶⁶ Circular BCB nº 3.930 de 2019. Art. 22. As informações do Relatório de Pilar 3 devem ser divulgadas com periodicidade: I - trimestral, relativamente às datas-bases 31 de março, 30 de junho, 30 de setembro e 31 de

Portanto, observou-se modificação profunda na estrutura de divulgação de informação, seja por meio da criação de relatórios obrigatórios para instituições financeiras, com sua posterior consolidação no relatório Pilar III, seja pela atuação da Comissão de Valores Mobiliários para obrigar a divulgação das exposições em derivativos nas notas explicativas contábeis, seja por iniciativa de autorregulação com a criação do Central de Exposição a Derivativos.

5. CONCLUSÃO

Utilizando como marco temporal a quebra do banco Lehman Brothers no dia 15 de setembro de 2008, confirmou-se parcialmente a hipótese proposta de que as alterações seriam relacionadas ao registro dos contratos, dado as relevantes alterações dessa sistemática.

Além disso, também se identificou alterações normativas relevantes ligadas à publicidade, padronização da escrituração contábil e quanto às estruturas de capital mínimo das instituições financeiras e demais autorizadas pelo Banco Central do Brasil, as quais não estavam na hipótese inicial.

O registro que antes era obrigatório para instituições financeiras passou a ser condição de validade para os contratos envolvendo derivativos, portanto obrigatório em todos os casos.

No que diz respeito à escrituração contábil, as instituições financeiras e demais autorizadas pelo Banco Central do Brasil passaram a ser obrigadas a criar critérios de reavaliação dos derivativos com base em critérios de prudência, relevância e confiabilidade. Quanto à alteração nas estruturas de capital mínimo das instituições financeiras e autorizadas, excluiu-se do cálculo do Patrimônio Referencial as ações ou instrumentos em que a aquisição ocorreu direta ou indiretamente por meio de derivativos.

Por último, identificou-se a edição de inúmeras medidas referentes a promoção da publicidade dos contratos envolvendo derivativos.

No que tange a competência da Comissão de Valores Mobiliários, tornou-se obrigatória a edição de notas explicativas nas demonstrações contábeis evidenciando as exposições em derivativos por companhias abertas.

dezembro, para os requerimentos estabelecidos no art. 15 e as seguintes tabelas: a) KM1 e OV1; b) LR2; c) LIQ1 e LIQ2; d) MR1, MR2, MR3 e MR4; II - semestral, relativamente às datas-bases 30 de junho e 31 de dezembro, para as informações requeridas no inciso I e para as seguintes tabelas: a) CCA, CC1 e CC2; b) CCyB1; c) LR1; d) CR1, CR2, CR3, CR4 e CR5; e) CCR1, CCR3, CCR5, CCR6 e CCR8; e f) SEC1, SEC2, SEC3 e SEC4; III - anual, relativamente à data-base 31 de dezembro, para as informações requeridas nos arts. 4º a 17.

Por iniciativa da Federação Brasileira dos Bancos e do Instituto Brasileiro de Ciência Bancária, criou-se a Central de Exposição a Derivativos (CED) que permite que os bancos consultem as posições assumidas por pessoas jurídicas e naturais.

Em relação às instituições financeiras e autorizadas, foi criado o relatório Pilar III que condensou os relatórios de publicação obrigatória, que antes estavam dispersos em inúmeras normas, em um único documento com previsão para entrar em vigor a partir de 2020.

Portanto, ao observar a estrutura normativa existente antes da falência do Lehman Brothers no Brasil e os efeitos da crise no país, conclui-se que as normas de registro foram o principal componente de solidez na regulação prudencial brasileira, tendo função essencial como elemento de limitação do alargamento dos efeitos da crise no país.

Posteriormente à crise, é perceptível um movimento de alargamento das normas de regulação prudencial, inclusive com a obrigatoriedade do registro dos derivativos em todos os casos, o que tornou o sistema de regulação brasileiro ainda mais robusto.

Desse modo, entende-se que a crise de 2008 foi um evento exógeno que estimulou a criação de novas normas de regulação prudencial em relação aos derivativos, fato este observável na exposição de motivos do relatório Pilar III.

Por fim, percebe-se que os agentes reguladores do mercado de derivativos foram sensíveis à crise e atuaram nos pontos tidos de maior risco e mais sujeitos a criar crises sistêmicas, sendo eles o de registro e publicidade das operações.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADACHI, Vanessa. FILGUEIRAS, Maria Luíza. A tormenta dos derivativos. **Valor**. 14 de setembro de 2018. Disponível em <https://www.valor.com.br/cultura/5839233/tormenta-dos-derivativos>. Acesso em: 13 jun. 2019.

BRASIL. **Banco Central do Brasil**. Circular nº 3.082 de 30/1/2002. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Circular&numero=3082>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Banco Central do Brasil**. Circular BCB nº 3474 de 2009. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Circular&numero=3474>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Banco Central do Brasil**. Circular BCB nº 3.644 de 2013. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Circular&numero=3644>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Banco Central do Brasil**. Circular BCB nº 3.678 de 2013. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Circular&numero=3678>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Banco Central do Brasil**. Circular BCB nº 3.748 de 2015. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Circular&numero=3748>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Banco Central do Brasil**. Circular BCB nº 3.930 de 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/especialnor/Circular3930.pdf>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Banco Central do Brasil**. Comunicado nº 020615 do Diretor de Normas e Organização do Sistema Financeiro. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=11011733>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Banco Central do Brasil**. Deliberação CVM nº 550. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0500/deli550.html>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários**. Deliberação CVM nº 604, de 19 de novembro de 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0600/deli604.html>. Acesso em: 31 out. 19.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários**. Instrução CVM nº 238 de 1998. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst238.html>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários**. Instrução CVM nº 461 de 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários**. Instrução CVM nº 467 de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst467.html>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários**. Instrução CVM nº 475 de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst475.html>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários**. Processo Administrativo Sancionador nº 16/08. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7207-2.pdf>. Acesso em: 23 jun. 2019.

_____. **Conselho Monetário Nacional**. Resolução CMN nº 2.042 de 1994. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=2042>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Conselho Monetário Nacional**. Resolução CMN nº 2.690 de 2000. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=2690>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Conselho Monetário Nacional**. Resolução CMN nº 3.312 de 2005. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=3312>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Conselho Monetário Nacional**. Resolução CMN nº 3.505 de 2007. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=3505>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Conselho Monetário Nacional**. Resolução CMN nº 3.833 de 2010. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=3833>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Conselho Monetário Nacional**. Resolução CMN nº 3.844 de 2010. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=3844>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Conselho Monetário Nacional**. Resolução CMN nº 4.192 de 2013. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=4192>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Conselho Monetário Nacional**. Resolução CMN nº 4.193 de 2013. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=4193>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Conselho Monetário Nacional**. Resolução CMN nº 4.277 de 2013. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=4277>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Conselho Monetário Nacional**. Resolução CMN nº 4.389 de 2014. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=4389>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Conselho Monetário Nacional**. Resolução CMN nº 4.557 de 2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=4557>. Acesso em: 03 nov. 2019.

_____. **Conselho Monetário Nacional**. Resolução CMN nº 4.662 de 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=4662>. Acesso em: 31 out. 2019.

_____. **Conselho Monetário Nacional**. Reg. nº 7207/10 Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisooes/2013/20130709_R1.html. Acesso em: 23 jun. 2019.

_____. Decreto-Lei nº 2.286 de 1986. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/1965-1988/Del2286.htm. Acesso em: 28 nov. 2019.

_____. Lei nº 6.385 de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 28 nov. 2019.

_____. Lei nº 10.303 de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm. Acesso em: 31 de out. 2019.

_____. Lei nº 12.543 de 2011. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12543.htm. Acesso em: 31 out. 2019.

BM&FBOVESPA – CVM. **Mercado de derivativos do Brasil: conceitos, produtos e operações**. 1ª ed. Rio de Janeiro: 2015. Disponível em <https://www.investidor.gov.br/>. Acesso em: 31 out. 2019.

EIZIRIK, Nelson. Ariádna, B. PARETE, Flavia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

HERBST, Kharen. Kelm.; DUARTE, Francisco Carlos. A nova regulação do sistema financeiro face à crise econômica mundial de 2008. **Revista de Direito Econômico Socioambiental**, vol. 4, nº 2, pp. 16-38, jul/dez de 2013.

MAFUD, Pedro Darahem. **Racionalidade econômica e aspectos jurídicos dos derivativos: uma análise jurisprudencial**. Disponível em https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-09122014-140414/publico/MESTRADO_Pedro_Darahem_Mafud_integral.pdf. Acesso em: 27 out. 2019.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. A crise financeira de 2008. **Revista de Economia Política**, vol. 29, nº 1 (113), pp. 133-149, janeiro-março/2009.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**: volume III. 12ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005.

PINTO, Gustavo Mathias Alves. **Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro**. Disponível em http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-03092012-145854/publico/Tese_Doutorado_Versao_Parcial_Gustavo_Mathias_Alves_Pinto_BIB.pdf. Acesso em :10 jul. 2019.

PRATES, Daniela Magalhães, FARHIR, Maryse, FREITAS, Maria Cristina Penido, CINTRA, Marcos Antonio Macedo. A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. **Revista de Economia Política**, vol. 29, nº 1 (113), pp. 133-149, janeiro-março/2009.

RODRIGUES, Rodrigo Alves. **Derivativos de crédito: aspectos jurídicos**. Disponível em https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-14122015-091419/publico/Rodrigo_Alves_Rodrigues_Versao_Integral.pdf. Acesso em: 28 out. 2019.

UMPIERES, Rodrigo Tolotti. 10 anos da crise: dia em que o Lehman Brothers desmoronou 94% em Walls Street. **Infomoney**, 14 de setembro de 2018. Disponível em <https://www.infomoney.com.br/mercados/noticia/7616719/10-anos-da-crise-o-dia-em-que-o-lehman-brothers-desmoronou-94-em-wall-street>. Acesso em: 13 jun. 2019.

VALENTI, Graziella Valenti. A anatomia de um desastre. **Valor**. 14 dez. 2012. Disponível em: <https://www.valor.com.br/cultura/2939950/anatomia-de-um-desastre>. Acesso em: 23 jun. 2019.

YAZBEK, Otavio. Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão. **Mercado de Capitais** (org. Francisco Sátiro Souza Júnior), São Paulo: Saraiva, 2013.