

ALEXANDRE RAMOS COELHO¹

**Direito e Desenvolvimento e a Importância da Cooperação Regulatória Internacional
para o Mercado de Capitais Brasileiro**

**Law & Development and the Importance of the International Regulatory Cooperation
for the Brazilian Capital Market**

São Paulo

2014

¹ Discente do Programa de Mestrado em Direito e Desenvolvimento da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Beneficiário da bolsa Mário Henrique Simonsen da Fundação Getúlio Vargas. Especialista em Direito do Mercado de Capitais pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo e Graduado em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Resumo

Em 21 de julho de 2010, o presidente Barack Obama sancionou a Lei Federal 111-203, chamada Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção a Consumidores (“Lei Dodd Frank”) que tem por objetivo, entre outros, regular o mercado de derivativos de balcão internacional. Neste caso, o mercado brasileiro seria afetado em razão dos efeitos extraterritoriais contidos nas regras disciplinadoras do mercado de derivativos de balcão contidas na lei Dodd Frank. Dessa forma, o objetivo desse trabalho é descrever um exemplo prático em que os efeitos extraterritoriais de um instituto jurídico estrangeiro, assim como os transplantes integrais de estruturas jurídicas de um país para outro, podem ser nefastos do ponto de vista regulatório e econômico para o país receptor e procura, por fim, apresentar algumas soluções no âmbito da cooperação regulatória internacional que podem eliminar ou minimizar as mencionadas consequências negativas.

Palavras-Chave

Derivativos; Extraterritorialidade; Lei Dodd Frank; Mercado de Capitais; Sobreposição de normas.

Abstract

On July 21, 2010, the President of the United States of America, Barack Obama, sanctioned the Federal Law 111-203, the Dodd Frank Act (“Dodd Frank Act”), which purpose is to regulate, among others, the international OTC derivatives market. In such event the Brazilian market would be affected due to the extraterritorial effects included in the disciplinary rules of the over the counter derivatives market included in Dodd Frank Law. Therefore, this paper aims to describe an example in which the extraterritorial effects of a foreign legal institute or integral transplants of legal structures from a country to the other country may be disastrous from the host country regulatory and economic point of view.

Keywords

Derivatives; Extraterritoriality; Dodd Frank Act; Capital Market; Overlapping of rules; Duplication of rules.

Introdução

Este artigo tem por objetivo expor um caso prático em que a cooperação regulatória internacional no âmbito do mercado de derivativos, por exemplo, pode evitar impactos negativos sobre o mercado brasileiro de capitais. Neste caso, o mercado brasileiro seria afetado em razão dos efeitos extraterritoriais contidos nas regras disciplinadoras do mercado de derivativos de balcão contidas na lei Dodd Frank².

Para tanto, este artigo será estruturado de forma que no item 1 será feita uma descrição dos principais pontos regulamentados pela Dodd Frank no que se refere ao mercado de derivativos de balcão. No item 2, vamos comparar as propostas da Dodd Frank para o mercado de derivativos de balcão com as características regulatórias do mercado brasileiro de derivativos. No item 3, atenção será dada aos efeitos extraterritoriais da lei, em que serão avaliados o seu alcance sobre os mercados estrangeiros, em especial o brasileiro, expondo as principais implicações negativas dessa norma para o nosso mercado. Após, no item 4, será explorada a literatura do Direito e Desenvolvimento, visando aplicá-la ao caso em análise. No item 5, segue uma breve exposição do conceito de cooperação regulatória, sendo igualmente avaliadas as possíveis soluções que poderão ser adotadas pelas agências reguladoras dos Estados Unidos, do Brasil, da Europa e de instituições multilaterais, tal como a IOSCO³, visando estabelecer padrões regulatórios que possam mitigar o risco sistêmico e a arbitragem regulatória, bem como promover a transparência e o controle dos negócios ocorridos no mercado de derivativos de balcão e no item 6 as conclusões.

1. A Dodd Frank e os Derivativos de Balcão

O Capítulo VII da Dodd Frank, que regula o mercado de derivativos de balcão procura por meio da nova regulação dar a esse mercado as mesmas características hoje existentes nos mercados regulamentados de bolsa⁴. Entre outras medidas, estão: (i) a obrigatoriedade de que contratos de *swap* sejam liquidados via uma contraparte central garantidora e devidamente

²Capítulo VII da lei Dodd Frank – regula o mercado de derivativos de balcão americano, mas que na prática possui alcance extraterritorial (OTC Derivatives Market). A lei Dodd Frank teve origem na lei federal 111-203, chamada Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção a Consumidores (Dodd Frank). Ela foi sancionada em 21 de julho de 2010 pelo presidente Barack Obama após intensa pressão dos contribuintes americanos.

³ Trata-se da International Organization of Securities Commissions – IOSCO - <http://www.iosco.org/>

⁴ Cf. Ibid. Congressional Research Service.

regulada (*clearing*); e (ii) a obrigatoriedade de depósito de margem inicial de garantia nas *clearings*, bem como de garantias necessárias à manutenção dessa margem⁵. Além disso, as operações de *swaps* que forem liquidadas via *clearing* também deverão ser negociadas via sistemas de negociação já existentes ou criadas para possibilitar a negociação desses contratos de *swap*, tais como bolsas de valores e plataformas ou sistemas eletrônicos estruturados especificamente com o objetivo de registro e negociação de contratos de *swap*.

Registro e Comunicação de Operações. De acordo com a Dodd Frank, os contratos de *swap* devem ser comunicados e registrados em entidades denominadas *Swap Data Repositories*⁶ (Entidades de Registro). O objetivo desses registros obrigatórios e centralizados é promover a transparência do mercado de derivativos de balcão, de forma que as partes, os intermediários, os investidores e as autoridades reguladoras possam ter acesso a uma fonte de informação que facilite as atividades de supervisão e controle dos mercados financeiros.

Plataformas de Negociação de Swaps. De acordo com a Dodd Frank, *contratos de swaps* deverão ser negociados em bolsas ou em plataformas de negociação para esses contratos. O objetivo dessa regra é desestimular o fechamento de contratos bilaterais e sem transparência, promovendo a negociação em sistemas mais transparentes, como os de bolsa, por exemplo⁷.

Compensação e Liquidação de Operações via Sistemas de Clearings. A maioria dos contratos de derivativos – segundo a Dodd Frank – que antes eram negociados exclusivamente no mercado de balcão deverão ser, com algumas exceções⁸, compensados e liquidados em sistemas de *clearings*⁹, inclusive as operações internacionais envolvendo contratos de *swap* e

⁵ Essas instituições de depósito, compensação e liquidação – *clearings* – deverão exigir garantias e margens adequadas das partes na medida em que as margens iniciais se esgotarem ou não forem suficientes para determinada operação, bem como manter registros de posições e monitorar riscos.

⁶Cf. Seções 723(a)(3) e 763(a) da Dodd Frank.

⁷ Cf. Seção 723 da Dodd Frank (seção 5h(e) da Commodity Exchange Act).

⁸ Esse assunto ainda está em fase de regulamentação pela CFTC e pela SEC. Para informações detalhadas consulte: *Capítulo VII – Part II – Regulation of Swap Markets – CFTC – Section 723 da Dodd Frank* e *Capítulo VII – Part II – Regulation of Swap Markets – SEC – Section 763(a) da Dodd Frank*.

⁹ Conforme Gastineau e Kritzman, em *Dicionário de Administração de Risco Financeiro da BM&F* (1999), *Clearing*: “Afiliada ou subsidiária de uma bolsa de futuros ou de valores que realiza a compensação de

que possuam contrapartes americanas, controladas, subsidiárias ou filiais de instituições financeiras americanas. De acordo com a nova lei, a *clearing* se torna contraparte central garantidora de todos os contratos de derivativos nela registrados, de forma que o investidor, a empresa ou o banco que realizou uma operação de *swap* não precisam se preocupar com a quebra ou inadimplência de sua contraparte, cabendo à *câmara de compensação e liquidação* a garantia de liquidação financeira da operação e os respectivos desembolsos financeiros ou pagamentos à respectiva contraparte. No entanto, é importante assinalar que a *clearing* depende de um sistema de garantias ou margens para cobrir perdas em potencial, pois, do contrário, o sistema de liquidação e compensação poderia igualmente entrar em processo de insolvência ou simplesmente ruir. Assim, a Dodd Frank, no item sobre operações com *swaps*, trata também do depósito obrigatório de margens ou garantias iniciais¹⁰ na respectiva *clearing* para que a operação de derivativo seja por ela liquidada¹¹.

2. Mercado Brasileiro de Derivativos *vis à vis* o Capítulo VII da Dodd Frank

Único Regulador – CVM. No Brasil, cabe à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regular e supervisionar as operações com derivativos, sejam eles de bolsa ou de balcão¹², não restando lacunas relativas à regulação e à supervisão desse mercado no Brasil. Por outro lado, nos Estados Unidos cabe à Securities and Exchange Commission (SEC) e à U.S. Commodity

operações. Exige de seus membros a apresentação de garantias para transações de carteira própria e de seus clientes com contratos futuros e de opções”. Atualmente, as *clearings* de ações, derivativos e câmbio são administrados por departamentos específicos dentro da própria bolsa de valores e futuros. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/BMFBOVESPA-MPO-Camara-Derivativos.pdf>>. Acesso em 10 mar 2014.

¹⁰ Conforme Gastineau e Kritzman em Dicionário de Administração de Risco Financeiro da BM&F (1999), Margem Inicial (Initial Margin): “Depósito de garantia ou seguro-desempenho depositado juntamente a um corretor quando se assume uma posição em derivativos ou em um ativo. A margem inicial pode ser determinada por órgãos do governo (nos Estados Unidos, o setor do Federal Reserve Board encarregado de títulos e valores mobiliários) ou pela bolsa onde o instrumento é negociado (contratos futuros).

¹¹ Cf. Section 736, Title VII, Part II (Regulation of Swap Markets) da Dodd Frank.

¹² Art. 8º, Lei 6.385/76.

Futures Trading Commission (CFTC)¹³ a regulação e supervisão desse mercado.

Aprovação Prévia de Modelos Contratuais. Todos os modelos – ou especificações – dos contratos de derivativos destinados à negociação nos mercados de bolsa são previamente aprovados pela CVM ou – se forem derivativos de balcão – aprovados pela BM&FBOVESPA ou pela CETIP¹⁴, conforme o caso, nos termos da Instrução CVM 467/2008¹⁵. Essa é uma obrigação destinada às bolsas e às entidades administradoras do mercado de balcão. Esse procedimento existe no Brasil desde 1986¹⁶. Em virtude dessa obrigatoriedade de aprovação prévia dos contratos de derivativos, vigora no Brasil “(...) um nível de padronização bastante superior ao de alguns outros mercados” (YAZBEK, 2013). Nesse caso, destacam-se, por exemplo, Estados Unidos e países da União Europeia com baixo grau de padronização em seus mercados de derivativos, uma das razões que levaram os Estados Unidos a regular o mercado de derivativos de balcão com a obrigatoriedade de registro prévio de todos os contratos em Entidades de Registro.

Registro Obrigatório das Operações com Contratos de Derivativos. Diversamente do que acontece com os mercados de derivativos dos Estados Unidos, especialmente antes da publicação da Dodd Frank, no Brasil os contratos de derivativos de balcão já eram – obrigatoriamente – registrados em entidade administradora de mercado de balcão organizado. O registro de operações com derivativos de balcão em sistemas de registro autorizados pelo Banco Central ou pela CVM é obrigatório desde 1994, tendo como fundamento a Resolução CMN 2.042/94¹⁷. Como se vê, no Brasil foram adotadas medidas de transparência e controle muito antes da crise financeira internacional e do surgimento da Dodd Frank, de forma que já

¹³ À SEC cabe a regulação e supervisão dos contratos de derivativos lastreados em valores mobiliários e à CFTC cabe a regulação e supervisão dos demais negócios realizados com derivativos.

¹⁴ CETIP S.A. – Mercados Organizados. Disponível em: <<http://cetip.infoinvest.com.br/?language=ptb>>. Acesso em 10 de mar de 2014. Entidade administradora de mercado de balcão organizado, de acordo com as regras das instruções CVM 461/07 e 467/08.

¹⁵ A atual instrução substituiu a Resolução CMN 1.190/86, que igualmente dispõe sobre a obrigatoriedade de prévia aprovação dos modelos de contratos de derivativos.

¹⁶ Em virtude da Resolução CMN 1.190/86.

¹⁷ Revogada. Em seu lugar vigora hoje a Resolução CMN 3.505/07.

possuímos uma cultura de registro, transparência e controle do mercado de derivativos quando comparados com o mercado americano.

Operações com Derivativos de Balcão Realizadas em Plataformas de Negociação e Liquidadas em Sistemas de Clearings. Quanto aos temas relacionados à negociação e liquidação de *contratos de swaps* e de contratos de derivativos em geral: “O modelo bolsa-clearing correspondeu, nos últimos anos, em média, a 96% de toda negociação de derivativos no Brasil” (NETO, 2010). Ele ainda esclarece que “(...) os sistemas operados pela BM&FBOVESPA (BVMF) também responderam bem ao verdadeiro teste de estresse imposto pela crise”. Os derivativos de bolsa administrados pela BVMF corresponderam, em 2008, a 95% de toda a negociação com derivativos no país¹⁸.

Diferentemente dos Estados Unidos, no Brasil a maioria das operações com derivativos são executadas em bolsa, razão de maior transparência e controle das operações, justamente o que procura a regulamentação americana com a migração obrigatória das operações com *swaps* para as plataformas especiais de negociação ou bolsa e para os sistemas de liquidação via *clearings*, conforme descrito acima. Verifica-se ainda que a experiência brasileira em operações com derivativos por meio de *clearings* é anterior à edição da Dodd Frank e que deve ser levada em consideração quando regras estrangeiras surgem e podem causar sobreposição ou duplicação de obrigações sobre os negócios e sobre as instituições financeiras que aqui operam. Destaco em especial aquelas que celebram contratos com contrapartes que sejam americanas, filiais, subsidiárias ou sob controle de instituição considerada americana pelas regras da CFTC/SEC¹⁹ e que serão submetidas às regras brasileiras e talvez, de forma simultânea, às regras da Dodd Frank também. Dessa forma, dúvidas começam a surgir. Algumas já podem ser expostas, embora as perguntas sejam simples, as respostas não são triviais, tais como: (i) qual regra seguir em operações com derivativos de balcão realizadas entre contraparte brasileira e outra americana, de acordo com as regras da Dodd Frank e da CFTC/SEC ou da CVM ou ainda ambas? e (ii) é possível observar as disposições de registro brasileiras e, por essa razão, desconsiderar as disposições sobre o mesmo assunto contidas na Dodd Frank?

¹⁸ Ibid. Página 276.

¹⁹ Definições sobre contraparte americana é dada pelos regulamentos da SEC e CFTC (regra 41213) – SEC-CFTC, *Cross Border Application of Certain Swaps Provisions of the Commodity Exchange Act 2012* (ainda em processo de elaboração final pela SEC e CFTC).

Em virtude de seu caráter inédito e recente, as alterações propostas pela Dodd Frank quando comparadas com as regras e regulamentos de outros países, por exemplo o Brasil e os Estados Unidos ou mesmo o Brasil e os países da União Europeia, levantam essas e outras questões por parte de investidores, acadêmicos, bancos, auto-reguladores, reguladores brasileiros (e inclusive americanos), bem como organizações multilaterais (ex.: IOSCO).

3. Derivativos de Balcão e o Alcance Extraterritorial das Regras contidas na Dodd Frank

De acordo com o *Financial Times* em 11.07.2013²⁰, em virtude da regulação sobre o mercado de derivativos de balcão promovida pela Dodd Frank, a Comissão Europeia e a CFTC celebraram um acordo inédito de cooperação e regulação internacional dos mercados de derivativos, visando evitar sobreposições de normas e a ruptura dos mercados globais. Esse acordo entre os reguladores europeus e americanos demonstram de forma inequívoca o alcance extraterritorial que possuem os dispositivos que regulam o mercado de derivativos de balcão contidos na Dodd Frank. Com efeito, os próprios legisladores americanos estabeleceram na lei, em seu capítulo VII, Seção 3.150, que a CFTC, a SEC e os demais reguladores prudenciais de acordo com definições estabelecidas na legislação americana²¹ deverão consultar e coordenar - com os reguladores estrangeiros - esforços no sentido de firmarem *standards* regulatórios internacionais com relação à negociação de *swaps* e de *security-based swaps*. Além disso, ainda de acordo com a Dodd Frank, CFTC e a SEC deverão envidar esforços para celebrarem acordos de cooperação internacional e de troca de informações a fim de alcançarem com os reguladores de outros países a harmonização regulatória possível no âmbito do mercado de derivativos de balcão²².

Quanto ao Brasil, a preocupação quanto ao aspecto extraterritorial das disposições contidas no Capítulo VII da Dodd Frank se faz legítima²³, uma vez que, embora ainda seja

²⁰ Cf. *US and EU seal landmark derivatives deal*. In *Financial Times*. Londres, 11 jul. 2013. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/fdc98cd4-ea1c-11e2-913c-00144feabdc0.html>>. Acesso em 05 abril 2014.

²¹ Cf. CEA Section 1(a)(39).

²² Cf. CCH Attorney-Editor Staff, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. – International Harmonization (Section 3.150)*. Chicago, 2010: Wolters Kluwer – Law & Business, p. 306.

²³ Lembrando que se trata do capítulo específico que regula o mercado de derivativos de balcão.

pequeno quando comparado com o mercado americano ou europeu, os mercados bancário e de valores mobiliários brasileiro possuem diversas instituições e investidores estrangeiros atuando com contrapartes brasileiras e que estão envolvidos com negócios diretamente ligados aos nossos mercados, sejam por meio de bolsa ou do mercado de balcão ou tão somente por meio de contratos bilaterais de *swap* ou de derivativos internacionais²⁴ celebrados entre empresas ou entre instituições financeiras.

As propostas regulatórias da Dodd Frank, tal como foram descritas no item 1, terão um efeito extraterritorial direto sobre todos os casos que envolverem de alguma forma uma instituição americana. Sustenta-se que as regras provenientes da Dodd Frank em relação aos mercados de derivativos possuem alcance extraterritorial – além das fronteiras dos Estados Unidos (GREENE, 2012).

- **Efeitos da extraterritorialidade da Dodd Frank sobre o mercado de derivativos internacional e brasileiro**

Duplicação e Sobreposição de Regras. Em virtude do caráter extraterritorial da Dodd Frank no mercado de derivativos de balcão teríamos um fenômeno conhecido como duplicação ou sobreposição de normas em diversas jurisdições com arcabouços regulatórios semelhantes ao que é proposto pelo Capítulo VII da Dodd Frank. “Duplication risk, or even worse overlapping regulatory hurdles and compliance regimes materialize in the extraterritorial application of the derivatives space” (BRUMMER, 2012). “This risk is known as duplication risk, which results in inefficiency, significant burdens for Market actors and potential regulatory arbitrage to evade the most restrictive requirements” (GREENE, 2012).

Arbitragem Regulatória. A inconsistência de normas ou o conflito entre elas no mercado de derivativos internacional pode resultar em arbitragem regulatória com a migração de instituições financeiras para outras jurisdições mais flexíveis do ponto de vista regulatório. A variedade e a quantidade de normas que passariam a reger os mercados de derivativos dos Estados Unidos e da União Europeia em virtude da extraterritorialidade da Dodd Frank teriam efeitos sobre a estrutura e as operações das instituições financeiras multinacionais e a inconsistência, o conflito de normas, a sobreposição destas, poderia levar à elevação da

²⁴ Cf. Contratos de derivativos de balcão firmados de acordo com as regras e contratos da *International Swaps and Derivatives Association – ISDA*. Disponíveis em: <<http://www2.isda.org/>>. Acesso em 08 de abril 2014.

arbitragem regulatória, à incerteza e ao isolamento das instituições americanas no mercado internacional de derivativos²⁵.

Observa-se que a ausência de futura harmonização regulatória dos principais mercados internacionais, os objetivos da Dodd Frank com vistas a coibir o risco sistêmico e promover a transparência e o controle dos mercados de derivativos de balcão restarão prejudicados. Ao avaliar as características do arcabouço regulatório brasileiro referente ao mercado de derivativos, verifica-se que o Brasil já possui – há pelo menos mais de uma década – um sistema jurídico que muito se aproxima com que a Dodd Frank deseja colocar em prática. É possível entender que o Brasil – no que se refere ao mercado de derivativos – possui um regime jurídico consolidado e que incentiva a transparência, podendo inclusive servir de modelo a ser seguido por reguladores dos Estados Unidos e da União Europeia, por exemplo.

De acordo com relatório da Universidade Harvard e da Fundação Getulio Vargas, especialistas e acadêmicos destacam e elogiam a obrigatoriedade de prévia comunicação e o registro obrigatório de todas as operações com derivativos – sejam eles de bolsa ou de balcão – realizadas pelos agentes econômicos que estiverem submetidos à jurisdição brasileira, de forma que as entidades de registro no Brasil fornecem informações confiáveis e detalhadas às suas agências reguladoras, tais como CVM e BACEN.

Outro aspecto que merece atenção por parte dos participantes do mercado brasileiro, da CVM e do BACEN é a duplicidade ou sobreposição de regras que os bancos brasileiros e as filiais e subsidiárias de instituições financeiras americanas poderão ter de enfrentar para realizar suas operações com derivativos de balcão. Cabe salientar o entendimento do regulador brasileiro em carta encaminhada pela CVM à CFTC em 2012, em que, em linhas gerais, a regulação adicional proveniente das regras da Dodd Frank e a supervisão das atividades – que já são igualmente reguladas pela legislação brasileira – das instituições domiciliadas em território brasileiro por parte da CFTC causará sobreposição de regras e de supervisão (CFTC + CVM) desnecessárias aos participantes do mercado brasileiro,

²⁵ Cf. Final Report – 1st Annual Symposium / December 7-9, 2012. *Harvard Law School e Fundação Getulio Vargas em 2012 Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Brazil and the United States*, p. 17. Disponível em: <<http://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/rio-2012-final-report.pdf>>. Acesso em 10 de abril de 2014.

desencorajando as instituições eminentemente brasileiras de realizarem operações de *swap* com contrapartes americanas, tendo impacto na liquidez do nosso mercado²⁶.

4. Considerações sobre os Mercados Brasileiro e Americano de Derivativos sob o Enfoque da Literatura do Direito e Desenvolvimento

Já foi possível vislumbrar acima que as disposições contidas no Capítulo VII da Lei Dodd Frank têm potencial para induzir a perda de competitividade do mercado de capitais brasileiro, atingindo em especial os seus participantes, seja em função das inconsistências e do conflito de normas e conceitos, seja em razão da sobreposição de regras e institutos. E qual poderia ser a solução então? Talvez não exista uma resposta eficaz e final. Talvez na ausência de uma solução construída em conjunto entre as autoridades reguladoras americanas e brasileiras, a sobreposição de regras prejudicará o mercado de capitais brasileiro, podendo ser inclusive causa de um possível retrocesso desse mercado.

O padrão regulatório previsto na Lei Dodd Frank, em especial no que se refere ao mercado de derivativos, pode não se mostrar satisfatório quando aplicado ao Brasil, neste sentido veja entendimento abaixo:

o exemplo dado pelas propostas de reforma nas economias avançadas pode implicar regulamentação mais onerosa, porém sem proporcionar, como compensação, benefícios claros em relação ao regime regulatório atualmente em vigor no país. Vemos riscos consideráveis de que esse seja o caso de restrições a derivativos de balcão (AZEVEDO e LOYO, 2010, p.77).

As causas da situação provocada pelo surgimento da Lei Dodd Frank são muito bem colocadas pela literatura de *Direito e Desenvolvimento*, em que a lei americana pode não ser, necessariamente, fonte de progresso para um determinado mercado, como o brasileiro. Ora, nós já possuímos, em virtude das nossas experiências, os mesmos padrões regulatórios propostos pela Lei Dodd Frank. A história econômica do Brasil suscitou a criação de institutos jurídicos similares para o mercado de derivativos, hoje “descobertos” pela lei americana, mas em momentos e realidades distintas.

Durante o período em que os modelos de desenvolvimento foram, ora calcados no Estado desenvolvimentista (anos 50, 60 e 70), ora fundamentados no mercado ou na política econômica neoliberal (final dos anos 80, 90 e começo dos anos 2000), o mercado de capitais brasileiro foi profundamente modificado, não só em virtude de transformações políticas e

²⁶ Cf. Ofício/CVM/PTE/Nº 122/2012, dirigido ao Presidente da CFTC, em 27 ago 2012. Disponível em: <<http://comments.cftc.gov/PublicComments/ViewComment.aspx?id=58454&SearchText>

>. Acesso em 12 de abril 2014.

econômicas, mas sobretudo em decorrência de marcos regulatórios que em determinados períodos o deixaram atrofiado²⁷ e em outros o promoveram, nesse sentido:

Nos últimos sete anos, houve um aumento significativo da importância do mercado acionário no Brasil. Ao final de 2009, a capitalização da Bolsa já era superior a 70% do PIB. A criação do Novo Mercado, com regras de governança diferenciadas, pela Bovespa, em 2000, foi um dos fatores que contribuiu para esse expressivo aumento da importância do mercado acionário (NOVAES, 2011, p. 68).

No final dos anos 80 uma confluência de fatores econômicos e políticos levou não só o Brasil, mas também diversos outros países emergentes e da América Latina a adotarem o receituário de desenvolvimento representado internacionalmente pelo Consenso de Washington²⁸. Além disso, já no fim da década de 80, o Brasil vivia com altos índices inflacionários, o que impedia a projeção de preços futuros para diversos produtos, inclusive agropecuários e para as *commodities* em geral. Foi nessa realidade econômica que surgiram as primeiras regras que procuraram conformar e promover o desenvolvimento do mercado de derivativos brasileiro²⁹. Nesse sentido, é interessante observar que:

Naquele momento, vale lembrar, o país era ainda assolado por altos índices de inflação, e é por esse motivo que, ao contrário do que ocorreu em outros lugares – em que os derivativos surgiram à margem das estruturas regulatórias e de regimes mais claros – e, tendo em vista a sua relação com a formação de preços das *commodities*, inclusive agropecuárias, desde o seu surgimento o mercado foi de alguma maneira objeto de regulação estatal (YAZBEK, 2013, p. 121).

²⁷ Em 1997, a Lei 9.457 alterou a Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76), retirando o direito de tag along dos minoritários, deixando de ser obrigatória a oferta pública feita pelo adquirente aos minoritários nas mesmas condições oferecidas ao controlador. Essa alteração – ocorrida em pleno neoliberalismo – teve como claro objetivo facilitar os processos de privatização das grandes empresas estatais. Embora essa lei – por si só – não tenha sido a única responsável pela crise de liquidez que o mercado de capitais enfrentou naquela época, ela foi, com certeza, um grande desestímulo aos investimentos em bolsa em virtude do afrouxamento dos direitos e da proteção aos minoritários. Em 2001, a Lei 10.303, reintroduziu o direito ao tag along para os minoritários.

²⁸ Termo cunhado por John Williamson, economista e pesquisador sênior do Peterson Institute for International Economics (foi, entre outras universidades, professor da Universidade Princeton, MIT e PUC/RJ). Este termo designa um conjunto de políticas e providências que uma nação em desenvolvimento deve perseguir, visando o desenvolvimento econômico. Esse conjunto de políticas públicas refletiam o entendimento comum das instituições econômicas multilaterais sediadas em Washington, D.C., especificamente FMI, OMC e Banco Mundial. O receituário era basicamente o seguinte: (i) Estado mínimo; (ii) desregulamentação e liberalização do comércio internacional; e (iii) disciplina fiscal do Estado.

²⁹ Surge a Resolução CMN 1.190/86, que dispôs sobre a aprovação prévia de contratos de derivativos admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários, tais como a BM&FBOVESPA.

Com efeito, as competências para regular e supervisionar os mercados de derivativos, eram eles de balcão ou não, foram regulamentadas em 1986³⁰ pelo Conselho Monetário Nacional. Nessa época, o BACEN ficou responsável por regular os mercados de derivativos de forma geral e a CVM passou a regular e fiscalizar os mercados de derivativos onde fossem negociados contratos tendo valores mobiliários como ativos de referência. Em 2001, todos os derivativos passaram a ser considerados valores mobiliários, ficando a competência para a CVM. Em 1994³¹ surge a obrigatoriedade de registro de todas as operações com derivativos, inclusive de balcão e, em 2002, a BM&F já possuía sistemas de registro e de liquidação de operações com derivativos³².

Por outro lado, as regras que conformaram o mercado de derivativos americano surgiram de necessidades criadas pelos próprios mercados. Lá, diferentemente daqui, as regras passaram a existir depois dos fatos, após a criação e existência de um mercado já em funcionamento. No Brasil, as normas surgiram antes e moldaram o nosso mercado. A Lei Dodd Frank, com institutos jurídicos similares ao do mercado brasileiro, aparece em momento econômico diferente (em 2010), isto é, após a crise financeira internacional que teve o seu ponto alto em 2008. Momentos diferentes, realidades econômicas diversas e institutos jurídicos semelhantes, e que, no caso do Brasil, foram fundamentais para o desenvolvimento de um dos aspectos de seu mercado de capitais, isto é o mercado de derivativos (YAZBEK, 2007, p. 263).

Agora, a sobreposição de regras brasileiras com as regras da Dodd Frank poderá produzir efeitos deletérios para o nosso mercado (“Caso Dodd Frank”).

o mercado brasileiro de derivativos hoje, demanda alguma alteração específica em seus institutos jurídicos ou regulatórios e de supervisão? Aparentemente não. Vimos que o arcabouço regulatório brasileiro para o mercado de derivativos tem respondido bem às necessidades locais e, inclusive, internacionais, como prova a Lei Dodd Frank, que possui institutos similares aos criados pelas autoridades brasileiras. Então caberia uma alteração vinda de fora? É o que é necessário verificar.

³⁰ De acordo com o Decreto-Lei 2.286/86 e Resolução CMN 1.190/86.

³¹ De acordo com a Resolução CMN 2.042/94.

³² De acordo com a Lei 10.214/01. Esta lei fundamenta os negócios e a liquidação de operações com derivativos em bolsa de valores.

Vamos avaliar as questões e respostas acima com base em alguns especialistas em *Direito e Desenvolvimento*. Inicialmente, a literatura econômica considera que apenas a transferência de uma estrutura jurídica específica, como um produto de prateleira – sem qualquer adaptação ou checagem das condições econômicas e sociais do país receptor – é capaz de produzir resultados positivos e promover o desenvolvimento econômico do país considerado em estágio de “déficit regulatório”.

No Caso Dodd Frank, é necessário verificar, por exemplo, se ao Brasil cabe a estrutura regulatória proposta pela lei americana. Sem uma avaliação preliminar do contexto econômico e social e, em especial, do funcionamento regulatório do mercado de derivativos brasileiro, são grandes as chances de que as normas da Lei Dodd Frank, por exemplo, possam causar um retrocesso no mercado brasileiro. No entanto, a literatura econômica clássica tem outro entendimento: “...the economics literature implicitly considers only the “supply” of law in a given society, completely neglecting the role of demand” (MILHAUPT e PISTOR, 2008, p. 23).

Weber, La Porta e colegas defendem o entendimento de que só existe uma direção que seria: lei → aplicada em instituições econômicas e crescimento. Uma vez a lei ou determinado institutos jurídicos sejam colocados ou inseridos em determinada realidade social, o crescimento econômico surge. Não consideram as demandas próprias de uma determinada sociedade. A posição por eles adotada é externa e propõem soluções do tipo *top and down*. O direito é tratado como pré-condição para o desenvolvimento de um mercado o que, segundo eles, não necessariamente corresponde à verdade integral ou reflete a forma como os países em desenvolvimento respondem a um transplante legal (MILHAUPT e PISTOR, 2008, p.19).

Entende-se que a origem do Caso Dodd Frank – sob o ponto de vista do *Direito e Desenvolvimento* – pode ser encontrada em teorias semelhantes às apresentadas por MILHAUPT e PISTOR, isto é, o mercado de capitais brasileiro não demanda institutos jurídicos que foram produzidos pelos Estados Unidos em 2010 (Lei Dodd Frank). É por isso que problemas relacionados com potenciais sobreposições ou repetição regulatória e uma consequente perda de competitividade do mercado de capitais brasileiro poderão se tornar realidade durante os próximos anos, pois o transplante legal sem qualquer consideração quanto às necessidades jurídicas do país receptor é fadado ao fracasso. Conforme Milhaupt e Pistor: “Our theory is that legal transplant fits the host jurisdiction if it is sufficiently responsive to demand that the legal community integrates the transplanted law into the surrounding legal system” (MILHAUPT e PISTOR, 2008, p. 210).

Dessa forma, pode-se, preliminarmente concluir que a exportação de regras e institutos jurídicos que a Lei Dodd Frank propõe para o mercado de derivativos internacional não possui um futuro promissor. Todavia, a lei é uma realidade e possui um alto grau de interferência nas atividades dos participantes do mercado brasileiro. Tal como já ressaltado neste trabalho, talvez não haja uma solução definitiva ou na prateleira nos esperando para solucionar o Caso Dodd Frank. Não existem *scripts* prévios, conforme assinalam os professores Schapiro e Trubek. De acordo com eles:

Embora os diagnósticos dos tempos presentes sejam sempre mais áridos do que as análises dos tempos passados, levando a impressão de ausência de padrões e regularidades, inferências defensáveis sugerem que os programas de direito e desenvolvimento parecem hoje menos concentrados em estabelecer os pontos de chegada e mais voltados aos pontos de partida (SCHAPIRO e TRUBEK, 2012, p. 41).

Nas produções intelectuais do economista Amartya Sen em que o enfoque deixa de ser a acumulação de riquezas pelos países e passa a ser o alcance das liberdades por parte dos indivíduos de uma nação e nos trabalhos de Dani Rodrik, Ricardo Hausmann, Charles Sabel, entre outros, surgem os modelos acadêmicos que entendem o desenvolvimento como um processo de experimentação e aprendizado contínuos (SCHAPIRO e TRUBEK, 2012, p. 42).

Assim é que tanto as autoridades americanas quanto as brasileiras podem negociar em conjunto e experimentar a adoção de um “pacote” de regras que possam gerir os dois mercados, eliminando problemas como a sobreposição de normas. Talvez com impactos positivos sobre o mercado brasileiro, destacam-se os estudos que estão sendo conduzidos pela IOSCO, buscando a cooperação e a harmonização internacional dos mercados de derivativos. Conforme ressalta artigo produzido pelo *Financial Times* em 16.07, existem diferentes abordagens regulatórias para esse mercado, de forma que talvez seja chegada a hora de a IOSCO produzir *standards* e recomendações mínimas com o objetivo de harmonizar internacionalmente o arcabouço regulatório do mercado de derivativos (FINANCIAL TIMES, 2013).

Por fim, conforme ressalta Milhaupt e Pistor no que tange à harmonização regulatória e a padronização de normas e institutos jurídicos: “...standardization and legal harmonization, far from being means for building effective legal systems around the world, are to be approached with considerable caution” (MILHAUPT e PISTOR, 2008, p. 216). Eles chamam a atenção para este ponto porque antes de qualquer implementação definitiva de qualquer uma das soluções apontadas acima, é importante avaliar as características sociais, jurídicas e

econômicas dos países envolvidos. Do contrário, há o risco de recair sobre o mesmo problema de não adaptação em caso de transplante integral de estruturas jurídicas.

5. Cooperação Regulatória Internacional no Mercado de Capitais

Neste item as características do sistema regulatório internacional serão expostas de forma resumida e os conceitos de cooperação regulatória e as possíveis soluções neste âmbito serão apresentadas.

- **Características do sistema financeiro internacional do ponto de vista regulatório**

É importante esclarecer que os mercados bancários e de valores mobiliários internacionais para advogados e reguladores envolve os estudos das transações financeiras internacionais, os negócios que possuem algum elemento transfronteiriço ou que possuam características extraterritoriais relativos ao pagamento, ao crédito, aos investimentos ou aos contratos financeiros. Quanto ao aspecto transfronteiriço (*cross-border*) dos mercados bancários e de valores mobiliários destaca-se o fato de que as atividades de poupador e tomador de recursos financeiros deverão estar localizadas em países ou jurisdições diferentes (SCOTT, 2007). As instituições regulatórias internacionais que compõem o mercado financeiro são estruturadas informalmente, compostas basicamente pelas agências reguladoras dos países membros e não pelos chefes de estados, por exemplo (BRUMMER, 2012). Neste caso, quando as recomendações são publicadas ou acordos são realizados no âmbito dessas organizações internacionais (ex.: Comitê de Basileia – Basel Committee on Banking Supervision – ou IOSCO), as recomendações ou acordos são implementados pelas agências reguladoras nacionais (ex.: BACEN e CVM), dando aos acordos ou recomendações alcance internacional³³.

- **Cooperação Regulatória Internacional – Conceitos e Soluções Possíveis no Âmbito do Mercado de Derivativos de Balcão**

Na literatura especializada, diversos conceitos e abordagens são dadas para a expressão *cooperação regulatória*, de forma que serão dadas algumas definições abaixo sobre essa expressão, visando auxiliar e deixar claro de que tipo de *cooperação regulatória internacional* os Estados Unidos e o Brasil precisam investir para que os seus mercados de

³³ É importante destacar que as recomendações do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia e da IOSCO não possuem caráter vinculante e de observância obrigatória.

derivativos, especialmente o mercado brasileiro, não sejam prejudicados com sobreposição de regras similares, arbitragem regulatória e perda de competitividade, entre outros impactos negativos.

Para o caso brasileiro, a cooperação ou a coordenação entre os reguladores americanos (CFTC e SEC) e brasileiros (BACEN e CVM) quanto à aplicabilidade das regras contidas na Dodd Frank e nos normativos brasileiros podem evidenciar uma alternativa de solução para o caso. Como proceder na prática? Por meio de um *memoranda of understanding (MOU)* entre os respectivos reguladores de cada país, visando o reconhecimento mútuo de determinadas regras e a consequente suspensão, isenção ou dispensa de aplicação dessas regras quando da realização de negócios com derivativos de balcão entre instituições financeiras americanas e brasileiras.

Outro autor aponta uma alternativa de solução que igualmente se encaixa no caso abordado neste artigo. De acordo com ele “There are several basic approaches one can take to securities regulation (...) Third, one could always apply host country rules, so-called national treatment (...)” (SCOTT, 2007). Portanto, um acordo bilateral entre CFTC/SEC e CVM, visando a aplicação do critério do “national treatment”, uma vez que “host country rules” refere-se a aplicabilidade das regras do país (Brasil) que hospeda as instituições financeiras americanas (sejam elas filiais, subsidiárias ou qualquer outro formato societário em que uma instituição americana detém o controle final). Dessa forma, negócios aqui realizados entre diferentes contrapartes seriam regulados de acordo com as regras que regem o mercado brasileiro de derivativos.

- **Harmonização como sinônimo de cooperação regulatória internacional?**

Scott (2007) e Greene (2012) propõem também soluções multilaterais que podem ser aplicadas ao problema apresentado. “Harmonization seeks to achieve substantial similarity in multiple regulatory systems so that market participants face no additional burden in pursuing cross-border activities”. (GREENE, 2012) e “There are several basic approaches one can take to securities regulation. First, one could harmonize all securities regulation, so that the same rules applied in all markets (...)” (SCOTT, 2007).

De que forma essas soluções poderiam ser concretizadas? Neste caso, entendo que a IOSCO - *International Organization of Securities Commissions* tem um papel fundamental. A

IOSCO³⁴ reúne órgãos reguladores e fiscalizadores de mais de 110 jurisdições, os quais representam, atualmente, a quase totalidade da capitalização do mercado de valores mobiliários internacional. O fato de ser um organismo integrado por comissões de valores ou outros órgãos estatais responsáveis pela regulação do mercado de valores mobiliários caracteriza a IOSCO dentre os fenômenos conhecidos como redes governamentais (*government networks*)³⁵. Ainda segundo Slaughter (2004), a contribuição das redes para os mercados internacionais é relevante o suficiente e ocorreria por três formas: (i) ao promover convergências entre países e permitir que uma instituição governamental que participa da rede possa divergir de posições ou padrões prevalecentes na rede por razões históricas, políticas ou culturais; (ii) ao melhorar o cumprimento de tratados ou regras internacionais; e (iii) ao aumentar a cooperação internacional, transferindo-se experiências regulatórias domésticas bem sucedidas para a arena internacional. Todas essas constatações são perfeitamente aplicáveis à IOSCO. Nela o modelo de intercâmbio de informação, troca coletiva de ideias, opiniões e experiências entre reguladores em contextos diferenciados tem valor inestimável e podem ser aplicados ao mercado internacional de derivativos de balcão. De acordo com Singer:

Robert Keohane's seminal study of international cooperation emphasized the functional purpose of international institutions, which enable countries to realize mutual benefits in an otherwise conflictual environment replete with information asymmetries, transaction costs, and enforcement problems. (SINGER, 2007).

Um *memoranda of understanding (MOU)* ou um acordo multilateral envolvendo os principais mercados emergentes (por exemplo: Brasil, China, Turquia, África do Sul, Índia, Malásia, Coréia do Sul e Chile), os Estados Unidos, o Reino Unido, a União Europeia e o Japão poderia resultar num acordo que beneficiaria a todos, inclusive o Brasil, desde que as

³⁴IOSCO Fact Sheet, page 2. Disponível em <http://www.iosco.org/about/pdf/IOSCO-Fact-Sheet.pdf>. Acesso em 11 de abril de 2014.

³⁵Conforme definição de Slaughter (2004), as redes de governos ou redes governamentais são aquelas em que autoridades governamentais se encontram, em bases regulares, com seus pares de diferentes fronteiras e jurisdições. Nesse encontro ocorre o intercâmbio e a apropriação de informações, bem como atividades de coordenação e de adoção de políticas para enfrentar problemas comuns numa escala global. A ação coordenada das redes de autoridades governamentais de distintos países permite o fechamento de lacunas existentes entre jurisdições estatais. *Fonte*: SLAUGHTER, Anne-Marie, *The Power and Legitimacy of Government Networks, in The Partnership Principle, New Forms of Governance in the 21st Century*. London: Archetype Publications, 2004.

regras relativas ao mercado de derivativos de balcão fossem similares àquelas contidas na Dodd Frank e no arcabouço regulatório brasileiro. Embora seja uma solução mais difícil de ser implementada do ponto de vista político por envolver diversos estados e reguladores, o resultado poderia ser animador no sentido de que o mercado internacional de derivativos de balcão seria beneficiado, incluídas aí as instituições financeiras americanas que atuassem globalmente.

Nesse sentido, como resultado de uma força-tarefa formada em 15 de outubro de 2010 para avaliar e publicar recomendações destinadas à harmonização regulatória do mercado internacional de derivativos de balcão³⁶, a IOSCO publicou diversos relatórios e recomendações relativos ao mercado internacional de derivativos de balcão. Destaco dois relatórios: (i) Final Report – OTC Markets and Derivatives Trading in Emerging Markets³⁷, que avaliou as características regulatórias dos respectivos mercados de derivativos de balcão de 19 países emergentes, entre eles o Brasil, em que ficou claro as similaridades das regras brasileiras em relação à Dodd Frank; e (ii) Follow-On Analysis to the Reporting on Trading³⁸, que avaliou os diferentes tipos de plataformas de negociação de negócios realizados com derivativos de balcão existentes nos países membros da IOSCO (entre eles, Brasil, Chile, Estados Unidos, União Europeia, Reino Unido, Japão e China), em que igualmente se constata a similaridade de regras e plataformas de negociação existentes entre Brasil e aquelas contidas na Dodd Frank.

Em suma, eis uma alternativa que, embora seja difícil de implementar, não é impossível e que poderia ser uma solução mais duradoura e eficiente no sentido de conter os malefícios da arbitragem regulatória e do potencial risco sistêmico que o mercado de derivativos carrega.

6. Conclusões

Os legisladores e reguladores americanos devem olhar de forma diferenciada para o mercado brasileiro, visando alcançar acordos que possam mitigar, entre outros problemas, os

³⁶ Disponível em: <<http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS191.pdf>> Acesso em 11 de abril de 2014.

³⁷ Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD330.pdf>> Acesso em 11 de abril de 2014.

³⁸ Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD368.pdf>> Acesso em 11 de abril de 2014.

efeitos colaterais negativos que poderão ser produzidos pela Dodd Frank, tais como arbitragem regulatória, duplicação e sobreposição de regras e perda de competitividade das instituições financeiras americanas e do mercado brasileiro de derivativos. A realidade regulatória do mercado brasileiro pode ser um facilitador nas negociações visando a cooperação regulatória bilateral (CFTC e CVM) ou multilateral via IOSCO, em que se destacam os estudos que estão sendo por ela conduzidos, buscando a harmonização regulatória internacional dos mercados de derivativos de balcão. Conforme ressalta artigo produzido pelo *Financial Times* em 16.07.2013, existem diferentes abordagens regulatórias para esse mercado, de forma que talvez seja chegada a hora de a IOSCO produzir *standards* e recomendações mínimas com o objetivo de harmonizar internacionalmente o arcabouço regulatório do mercado de derivativos³⁹.

Ainda de acordo com acadêmicos da teoria do *Direito e Desenvolvimento*, existem deficiências nos transplantes de institutos jurídicos de um país para outro sem uma prévia análise das características sociais, econômicas e jurídico-culturais do país receptor. Mesmo não se tratando de um típico caso de transplante jurídico, é lícito interpretar que os efeitos extraterritoriais da Lei Dodd Frank produzirão sobre o mercado de derivativos brasileiro os mesmos resultados, ou talvez até piores, que a exportação de teorias e institutos jurídicos poderia causar. É interessante ressaltar que, conforme dito acima, embora difícil, nos parece que a cooperação ou harmonização regulatória multilateral seria a mais adequada em tempos de instabilidade e globalização financeira.

É importante ressaltar também que neste artigo, em virtude de suas características, o tema relativo ao déficit democrático das decisões, acordos e recomendações provenientes de instituições internacionais – IOSCO e Comitê de Basileia sobre Supervisão Bancária – não foram tratados, mas o autor tem ciência da importância de assuntos relativos à *accountability* e déficit democrático inerentes ao modo de atuar das referidas instituições.

Finalmente, vale lembrar que é sempre importante retomar e discutir as características internacionais dos mercados bancário e de valores mobiliários brasileiro e as normas que podem afetá-los de forma direta ou potencialmente, bem como as possíveis soluções no âmbito da cooperação regulatória internacional, sendo esse o objetivo que este trabalho visou atingir.

³⁹Cf. *Financial Times*. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3507888e-edfd-11e2-a325-00144feabdc0.html#axzz2aDkqZsxx>>. Acesso em 12 de abril 2014.

7. Referências

GREENE, Edward F. et al. **Examining the Extraterritorial reach of Dodd Frank's Volcker Rule and Margin Rules for Uncleared Swaps – a Call for Regulatory Coordination and Cooperation.** In: Oxford University – Capital Markets Law Journal, 2012. Vol. 7, Nº 3.

LOYO, Eduardo Motta; e AZEVEDO, Rodrigo. **Perspectivas sobre a Regulação Financeira no Brasil diante de Programas de Reforma em Economias Avançadas.** In: INSTITUTO DE ESTUDOS DE POLÍTICA ECONÔMICA – Casa das Garças. Rio de Janeiro: gen/LTC, 2010.

MILHAULT, C e PISTOR, K. **Law and Capitalism – What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development around the World.** Chicago: The University of Chicago Press, 2008.

SCHAPIRO, Mario; TRUBEK, David M. (organizadores). **Direito e Desenvolvimento – Um Diálogo entre os BRICS.** São Paulo: Saraiva, 2012.

VIEIRA NETO, Cícero Augusto. **Administração de Risco de Derivativos no Brasil – Mercados de Bolsa e de Balcão.** In GARCIA, Márcio e GIAMBIAGI, Fabio – Organizadores. Risco e Regulação - Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro, 2010: Elsevier Editora Ltda.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.** Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda, 2007.

YAZBEK, Otavio. **In: Crise, Inovação e Regulação no Mercado Financeiro – Considerações sobre a Regulamentação do Mercado de Derivativos de Balcão.** Livro sobre o Mercado de Capitais, coordenado por Francisco Satiro. São Paulo: Saraiva Editora, 2013.

Outras Referências

FINANCIAL TIMES. **US-EU swaps trading deal is not the end of the story** by Philip Stafford. July 16, 2013. Fonte: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3507888e-edfd-11e2-a325-00144feabdc0.html#axzz2aDkqZsxx>. Acesso em 20.07.2013.