

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DO RIO DE JANEIRO
FGV DIREITO RIO

BERNARDO KRUEL DE SOUZA LIMA

TRATAMENTO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO EM CASOS DE
INSOLVÊNCIA BANCÁRIA
BALANCEAMENTO ENTRE A LIQUIDEZ DAS PARTES E A
ESTABILIDADE SISTÊMICA

Rio de Janeiro

2017

BERNARDO KRUEL DE SOUZA LIMA

**TRATAMENTO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO EM CASOS DE INSOLVÊNCIA
BANCÁRIA
BALANCEAMENTO ENTRE A LIQUIDEZ DAS PARTES E A ESTABILIDADE
SISTÊMICA**

Dissertação para obtenção de grau de mestre
apresentada à Escola de Direito do Rio de Janeiro da
Fundação Getúlio Vargas

Área de concentração: Direito da Regulação

Orientador: Antônio José Maristrello Porto

Rio de Janeiro

2017

Lima, Bernardo Krueel de Souza

Tratamento de derivativos de balcão em casos de insolvência bancária: balanceamento entre a liquidez das partes e a estabilidade sistêmica / Bernardo Krueel de Souza Lima. – 2017.
120 f.

Dissertação (mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas.
Orientador: Antônio José Maristrello Porto.
Inclui bibliografia.

1. Direito regulatório. 2. Derivativos (Finanças). 3. Liquidação (Direito comercial). 4. Risco (Economia). 5. Bancos – Falência. 6. Compensação (Direito). I. Porto, Antônio José Maristrello. II. Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas. III. Título.

CDD – 342.236



BERNARDO KRUEL DE SOUZA LIMA


**"TRATAMENTO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO EM CASOS DE INSOLVÊNCIA BANCÁRIA-
BALANCEAMENTO ENTRE A LIQUIDEZ DAS PARTES E A ESTABILIDADE SISTÊMICA".**

Dissertação apresentado(a) ao Curso de Mestrado Acadêmico em Direito da Regulação
do(a) Escola de Direito do Rio de Janeiro para obtenção do grau de Mestre(a) em
Direito da Regulação.

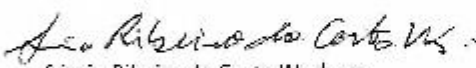
Data da defesa: 14/12/2017

ASSINATURA DOS MEMBROS DA BANCA EXAMINADORA


Antônio José Maristrello Porlu
Orientador(a)


Leandro Molhano Ribeiro
Membro


Jairo Sampaio Saddi
Membro


Sérgio Ribeiro da Costa Werlang
Membro

AGRADECIMENTOS

A conclusão do mestrado não seria possível sem o apoio de diversas pessoas. Sou e serei extremamente grato com todos.

Agradeço, em primeiro lugar, à minha família, em especial meus pais Andrea e Evandro e minha irmã Flávia.

Agradeço também à Eduardo Kruel Rodrigues pelas contribuições e diálogo permanente.

Agradeço à Fundação Getúlio Vargas e a todos os seus funcionários e professores que conheci durante o mestrado e que me ajudaram muito a expandir meus conhecimentos mostrando novas formas de pensar, em especial, Sergio Guerra, Leandro Molhano, Patricia Sampaio, Carlos Ragazzo, Thiago Bottino, Cassio Cavalli e Melina Lukic.

Faço agradecimento especial ao Professor Antônio José Maristrello Porto, meu orientador, por me auxiliar a atingir esse objetivo e sempre me incentivar. Sua disponibilidade e solidariedade não serão esquecidas.

Agradeço aos amigos Gabriel Porto, Gabriela Goulart e Matheus Monteiro e um agradecimento especial à Patrícia Menandro, por todo o conhecimento compartilhado e pela paciência comigo.

Agradeço aos colegas de turma, Alberto Ambram, Anderson de Oliveira, André Cunha, Anna Carolina Morizot, Augusto Coutinho, Bernardo Canale, Felipe Herdem Lima, Francisco Fonseca, Gabriela Monteiro, Heloisa Caggiano, Henrique Azevedo, Lara Piau, Marjorie Afonso, Paula Junqueira, Renato dos Santos, Stephanie Blatter, Vlândia Regis e Wilson Pimentel, que tornaram os últimos anos muito mais valiosos, prazerosos e recompensadores.

RESUMO

O presente trabalho visa analisar qual deve ser o tratamento adequado a ser dado aos derivativos de balcão em caso de insolvência bancária. Nesse sentido, essa dissertação visa tentar balancear os mecanismos de concessão de liquidez às contrapartes de instituições financeiras em recuperação e a necessidade de buscar soluções para a efetiva recuperação do banco. Nesse sentido, por um lado a permissão ampla para vencimento antecipado de derivativos de balcão permite a concessão de liquidez às contrapartes da instituição insolvente e restringe o risco delas. Entretanto, o vencimento de grandes quantidades de contrato em conjunto pode desestabilizar o mercado, gerar um movimento de vendas forçadas e contagiar outras instituições, aumentando o risco sistêmico. Do outro lado, impedir a liquidação de contratos entre instituições financeiras (caso uma esteja em processo de recuperação) pode gerar crise de liquidez, e por consequência diminuir a quantidade de operações, o que também aumenta o risco sistêmico. Nesse sentido, o que se busca analisar nesse trabalho é como balancear essas duas preocupações e como a criação de um curto *stay period* pode ajudar na recuperação de instituições financeiras em dificuldades sem impor perdas para suas contrapartes.

Palavras-Chave: Insolvência Bancária, Derivativos de Balcão, *Stay Period*, Risco Sistêmico, Acordos de Compensação.

ABSTRACT

This paper aims to analyse what should be the appropriate treatment to over-the-counter derivatives in case of bank insolvency. With that in mind, this dissertation aims to balance the liquidity to the counterparts of financial institutions in recovery procedures and seek for effective recovery of the banks. On one hand, the broad permission for early termination of over-the-counter derivatives allows liquidity to the insolvent institution's counterparties and restricts their credit risk. However, the early termination of large contract at the same time can destabilize the market, generate fire sales, and affect other institutions, increasing systemic risk. On the other hand, preventing the settlement of contracts between financial institutions (in case one is in the process of being recovered) can generate a liquidity crisis, and consequently a decrease in the number of operations, which also increases the systemic risk. In this sense, what is sought to analyse in this work is how to balance these two concerns and how the creation of a short stay period can help in the recovery of financial institutions without imposing losses to their counterparts.

Key Words: Bank Insolvency, Over-the-Counter Derivatives, Stay Period, Systemic Risk, Netting Agreements.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
1 QUEBRA DO LEHMAN BROTHERS E OS CONTRATOS DE DERIVATIVOS DE BALCÃO.....	14
1.1 Histórico da Quebra do Lehman Brothers e a Liquidação dos Derivativos de Balcão	15
2 O SISTEMA FINANCEIRO E O RISCO SISTÊMICO	28
2.1 Função das Instituições Financeiras, Falhas de Mercado e Redes de Proteção.	29
2.2 Risco Sistêmico	39
2.3 Crise de Liquidez	43
3 DOS DERIVATIVOS	49
3.1 Dos Derivativos de Balcão.....	55
3.2 Acordos de Compensação (<i>Close Out Netting</i>), suas Características e Efeitos	62
3.3 <i>Close Out Netting</i> no Brasil	70
4 CRÍTICAS AO VENCIMENTO ANTECIPADO DE DERIVATIVOS EM CASOS DE RECUPERAÇÃO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS.....	72
4.1 Função dos Regimes de Recuperação	72
4.2 Histórico da Legislação Americana sobre Liquidação de Derivativos de Balcão (e demais contratos financeiros) durante a Recuperação de Empresas	74
4.3 Críticas ao Safe Harbor e a Possibilidade de Compensar os Contratos de Derivativos de Balcão	80
5. MODIFICAÇÕES REGULATÓRIAS SOBRE O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO PÓS QUEBRA DO LEHMAN BROTHERS	88
5.1 Balanceando <i>Safe Harbor</i> , Compensação, Estabilidade Sistêmica e Liquidez.....	88
5.2 Recomendações Internacionais Para o Vencimento Antecipado de Contratos, incluindo os Derivativos de Balcão	91
5.3 Objetivos da Suspensão Temporária de Vencimento Antecipado e os Derivativos de Balcão.	96
5.4 Condições para o <i>Stay Period</i>	98
5.4.1 <i>Stay Period</i> : Aplicação para Instituição sob Recuperação	100
5.4.2 <i>Stay Period</i> : Aplicação para a Contraparte da Instituição sob Recuperação.....	101
5.5. Críticas ao <i>Stay Period</i> para Contratos de Derivativos	103
5.6. Exemplos de Jurisdições Internacionais.....	104
5.7 Síntese dos Argumentos e Análise da Regulação Internacional	107
CONCLUSÃO	110
BIBLIOGRAFIA	113

INTRODUÇÃO

Em 2007/2008 presenciamos uma das maiores crises financeiras, que afetou instituições financeiras, empresas, e teve profundos reflexos nas economias de diversos países, gerando desemprego e recessão¹. Dez anos depois, ainda se sentem alguns de seus reflexos².

A crise foi tão intensa que exigiu atuação firme de diversos países (especialmente dos Bancos Centrais) por meio da aquisição de ativos securitizados (e informalmente denominados como “podres” ou “tóxicos”), concessão de financiamento e até aquisição de instituições financeiras, de forma a evitar um verdadeiro colapso do sistema financeiro mundial³.

Isto é, o que se verificou nesse período foi a necessidade de os governos centrais auxiliarem o sistema financeiro, por meio da concessão de financiamentos, ajuda na consolidação do setor, ou pela própria aquisição de instituições, de modo que recursos públicos foram despendidos para salvar todo o sistema⁴.

¹ Para um detalhamento, das consequências da crise, SUMME, Kimberly Anne, in *Lessons Learned from the Lehman Bankruptcy*, disponível em http://media.hoover.org/sites/default/files/documents/Ending_Government_Bailouts_as_We_Know_Them_59.pdf

² Nesse sentido, o governo americano ainda debate sobre o momento para aumentar a taxa de juros, enquanto na Europa há debates sobre a resiliência das suas instituições financeiras e eventual necessidade de salvamento destas com recursos públicos, em especial na Itália.

³ Para um resumo das ações realizadas pelo Reino Unido, citamos o *National Audit Office (NAO)*, **Maintaining Financial Stability Across the UK Banking System**, Report of the Comptroller and Attorney General, disponível em <https://www.nao.org.uk/wp-content/uploads/2009/12/091091es.pdf> “The scale of the support provided by the taxpayer is unprecedented in modern times. In addition to the support provided to Northern Rock, the Treasury purchased £37 billion of shares in RBS and Lloyds Banking Group (£2.5 billion of preference shares in Lloyds Banking Group were subsequently redeemed), and in November 2009, agreed to purchase up to an additional £39 billion of shares in both of these banks; - indemnified the Bank of England against losses incurred in providing over £200 billion of liquidity support; - agreed to guarantee up to £250 billion of wholesale borrowing by banks to strengthen liquidity in the banking system; - provided approximately £40 billion of loans and other funding to Bradford & Bingley and the Financial Services Compensation Scheme; and - agreed in principle in January 2009 to provide insurance covering nearly £600 billion of bank assets, reduced to just over £280 billion in November 2009. 5 The Treasury’s net cash outlay for purchases of shares in banks and lending to the banking sector, including Northern Rock, will, after allowing for measures announced in November 2009, amount to about £117 billion. 6 In early October 2008, the Treasury rescued HBOS and RBS, two of the UK’s largest banks with a combined balance sheet worth some £3 trillion, over twice the UK’s annual GDP.”

⁴ Para um resumo da atuação do governo americano citamos José Eduardo Faria “*Nos Estados Unidos, instituições financeiras tradicionais e de grande porte – como o Citigroup e o Wells Fargo – viram-se obrigadas a se submeter ao Programa Governamental de Recuperação de Ativos Problemáticos (TARP, na sigla em inglês), ampliando, com isso, as dúvidas sobre a higidez do resto do sistema financeiro mundial. Depois de ter aumentado significativamente sua atuação no mercado hipotecário subprime, o Bear Sterns – quinto maior banco de investimento norte-americano – entrou em colapso e só foi salvo da falência porque teve o controle acionário vendido ao JP Morgan Chase, com forte ajuda do Federal Reserve, em maio de 2008. Por seu lado, o Merrill Lynch – outra instituição considerada too big to fail – foi adquirido pelo Bank of America, abrindo*

Muitos autores já se dedicaram a explicar a crise de 2008, tanto o seu aspecto financeiro, quanto o seu contágio para a economia real⁵. Diferentes causas foram apontadas para explicar suas origens: (i) falhas na supervisão e fiscalização das instituições financeiras; (ii) problemas em processos de securitização de créditos; (iii) problemas com operações de derivativos (em especial os derivativos de balcão); (iv) realização de operações fora dos balanços (ou ao menos cujos riscos não estavam detalhados nos balanços); (v) alavancagem excessiva; (vi) fusões entre bancos comerciais e de investimento, causando uma imobilização de ativos; (vii) problemas com as figuras que atuariam como *gatekeepers*⁶, em especial com as agências classificadoras de risco; (viii) concessão de crédito de forma indevida; e (ix) incentivos errados concedidos aos administradores de instituições financeiras.

Não é esse, todavia, o propósito desse estudo. Não se pretende aqui identificar as falhas regulatórias que teriam dado *origem* à crise, mas sim avaliar o funcionamento de certas regras *uma vez instalada* a situação de insolvência de uma instituição financeira.

A intenção desse trabalho é identificar qual tratamento deve ser dado aos contratos de derivativos de balcão⁷ em caso de decretação de algum regime de insolvência na instituição

caminho para a oligolização do sistema bancário. Em 15 de setembro de 2008, o poderoso Lehman Brothers – emissor primário de uma ampla gama de produtos financeiros detidos por grandes instituições financeiras nos mercados globais – quebrou, depois de ver negado pelo Federal Reserve um pedido de empréstimo de até US\$ 90 bilhões e malograda tentativa de negociar a transferência de controle acionário para o banco inglês Barclays.” FÁRIA, José Eduardo, O Estado e o Direito Depois da Crise, Saraiva Jur, São Paulo, 2ª Edição, 2017, pag 40

⁵ Para uma lista não exclusiva: ACHARYA, Viral A. e RICHARDSON, Matthew, in *Causes of The Financial Crisis*, 2009, FOSTER, John Bellamy e MAGDOFF, Fred, in *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*, 2009, CROTTY, James, in *Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the ‘new financial architecture’*, 2009, CARMASSI, Jacopo, GROS, Daniel e MICOSSI, Stefano, in *The Global Financial Crisis: Causes and Cures*, 2009;

⁶ De acordo com o *The Oxford handbook of Financial Regulation*, “the term ‘gatekeepers’ has been used in different ways. It was first employed to mean a group of independent professionals who may be able to prevent issuer wrongdoing by withholding necessary cooperation or consent, thereby controlling access to the capital markets. (...) More recently the term ‘gatekeeper’ has been used in a slightly different sense, to encompass those professionals who can provide investors with protection by providing them with certification or verification services.” FERRAN, Ellis, MOLONEY, Niamh e PAYNE, Jennifer, in *The Oxford handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, pag. 256

⁷ É importante destacar que vamos analisar os derivativos de balcão e não os derivativos de bolsa (ou qualquer operação realizada perante contrapartes centrais), uma vez que os riscos envolvidos são diferentes. No caso de derivativos de bolsa há a interposição das contrapartes centrais (vamos denominar de “CCP”), que atuam como compradora para todo vendedor e vendedora para todo comprador. Dessa forma, há outro tipo de risco envolvido, o saldo multilateral de cada participante, isto é, o saldo do participante depois de compensada todas as suas operações. As CCPs possuem regras próprias de liquidação e compensação, que não se confundem com as regras

financeira. Especificamente, busca-se examinar como balancear os interesses das contrapartes de instituições financeiras sob regime de recuperação e o interesse da própria instituição em se recuperar.

Conceder direitos amplos para uma das partes acarreta em aumento do risco sistêmico. De um lado, se for permitido que as contrapartes de contratos de derivativos de balcão possam vencer antecipadamente, liquidar e compensar seus contratos, há a possibilidade de um contágio de crise pela necessidade de venda forçada de ativos, impedindo uma efetiva recuperação da instituição insolvente.

De outro lado, impedir que as contrapartes da instituição sob recuperação exerçam seus direitos pode gerar uma crise de liquidez, afetando todo o mercado e diminuindo a quantidade de negócios realizados.

Dessa forma, a pergunta a que se quer responder é: como balancear e garantir minimamente o interesse de cada uma das partes, tendo em vista que (i) a recuperação da instituição financeira; e (ii) a diminuição de risco de contraparte são objetivos da regulação.

A hipótese apresentada é que a criação de um prazo curto onde seja impedido o vencimento antecipado de contratos, desde que eles continuem sendo efetivamente cumpridos, auxilia na recuperação das instituições financeiras, sem impor pesadas restrições e perdas às suas contrapartes financeiras.

Partindo-se de um caso concreto, a liquidação dos ativos do Lehman Brothers, tem-se que os arranjos regulatórios existentes, à época, ao invés de conterem ou mitigarem os efeitos da crise, fizeram justamente o oposto, agravando-a. Nessa situação, seria imprescindível a revisão dos marcos regulatórios para o vencimento antecipado, liquidação e compensação de derivativos de balcão, para o que este trabalho busca contribuir.

de liquidação dos demais contratos. Destaque-se que a própria Lei 11.101/05 estipula que a liquidação de contratos perante contraparte centrais estão fora do alcance das regras gerais. Os derivativos de balcão por serem contratos entre 2 (duas) ou mais partes, são tratados de forma diversa, seguindo as regras de liquidação de contratos financeiros, como veremos adiante.

Entendemos que esse trabalho é importante pois a correta alocação de direitos entre as contrapartes pode auxiliar na mitigação dos riscos de contágio. Além disso, o efetivo entendimento das contrapartes sobre os riscos de crédito que estão expostos, permite, em tese, uma melhor alocação de capital, o que tende a beneficiar todo o sistema.

Com efeito, a liquidação dos ativos do Lehman Brothers, instituição que foi o epicentro da crise, se mostrou desordenada, com dificuldade de identificar a forma como deveriam ser vencidos antecipadamente os contratos (em especial os derivativos de balcão), assim como os precificar e liquidar.

Naquele momento, na hipótese de insolvência de instituição, era concedida às contrapartes dos contratos de derivativos de balcão a faculdade os vencer e liquidar imediatamente (incluindo a excussão de eventuais garantias prestadas). Em função da necessidade de liquidar e compensar várias operações ao mesmo tempo, essa regra se mostrou problemática, gerando impacto negativo para a precificação dos ativos.

Referido diagnóstico encontra respaldo nas recomendações dos fóruns internacionais de debate sobre estabilidade financeira, em especial o *Financial Stability Board* (FSB) e o Banco de Compensações Internacionais (*Bank of International Settlement - BIS*). Estes, após a eclosão da crise financeira, e juntamente com as autoridades nacionais, passaram a revisar a regulamentação então existente de forma a identificar as mudanças que deveriam ser propostas para evitar a ocorrência de nova crise financeira ou, ao menos, que caso ocorra nova crise, que ela não permita um contágio tão extenso à outras instituições e à economia real.⁸

⁸ Entre outras inovações, em 2014 o FSB publicou seus 12 atributos para a recuperação e resolução de instituições financeiras, tendo como uma das premissas evitar a utilização de recursos públicos para salvar instituições financeiras. Os novos mecanismos para o resgate das instituições financeiras passam (além das operações de redesconto e dos depósitos segurados) pela exigência de criação de planos de recuperação, a conversão de dívida em capital e perda (*write off*) de instrumentos de dívida de determinadas pessoas, isto é, os próprios acionistas e credores serão utilizados para capitalizar a instituição (denominado *bail-in*). Adicionalmente, o Comitê de Basileia vem alterando os seus acordos, de forma a implementar novas exigências, em especial a obrigação de que as instituições financeiras tenham mais capital e de melhor qualidade em seus balanços. Outra preocupação do FSB está na cooperação internacional entre os reguladores, de forma a conceder eficácia para as decisões proferidas por um regulador às demais jurisdições, com o intuito de tornar o processo de recuperação ou mesmo de resolução de instituições financeiras mais racional e eficiente. Esse é um tema importante, especialmente quando se analisa a liquidação do Lehman Brothers. Essa instituição, que foi o epicentro da crise de 2007/2008, tinha subsidiárias e veículos de investimento em dezenas de países e quando ocorreu a insolvência da instituição, houve dificuldade de administrar de forma racional as demandas de reguladores, depositantes, credores e investidores que estavam sediados fora do EUA. Dessa forma, os reguladores estão buscando harmonizar as regras internacionais, de forma a (i) buscar efetiva cooperação entre as jurisdições; e (ii) evitar o risco moral, por

Nesse último aspecto, de mitigar o contágio de crises a outras instituições e à economia real, passou-se a debuchar justamente sobre os procedimentos de vencimento antecipado e liquidação de derivativos de balcão, em especial a execução de contratos de compensação (*netting agreements*), durante os regimes de estabilização de instituições financeiras.

As preocupações com a regulação de tais procedimentos levaram o FSB a sugerir uma nova forma de vencimento antecipado, inclusive possibilitando as autoridades bancárias impedir o vencimento antecipado de operações durante períodos curtos. Conforme o item 4.3. dos atributos chaves do FSB:

- 4.3. Caso os direitos de vencimento antecipado sejam exercidos, as autoridades de resolução devem ter poderes para suspender temporariamente tais direitos, caso sua razão seja exclusivamente a decretação de regime de resolução ou o exercício de alguma ferramenta de resolução. Esta suspensão deve:
- (i) ter prazo restrito de duração (por exemplo, por um período não superior a 2 dias úteis);
 - (ii) estar sujeito as devidas salvaguardas para proteger a integridade dos contratos financeiros e conceder certezas às contrapartes; e
 - (iii) não impedir o exercício do direito de vencimento antecipado de uma contraparte contra a instituição que sofreu o regime de resolução no caso de qualquer evento de default não vinculado com a entrada da instituição em regime de resolução, ocorrido antes, durante ou após o período de suspensão (por exemplo, o não pagamento de qualquer valor, ou não depósito ou entrega de garantias e demais colaterais na data prevista). (tradução livre)

Para o empreendimento de seu objetivo, o presente trabalho divide-se em 5 (cinco) capítulos, além dessa introdução e a conclusão. No Capítulo 1 será realizado um histórico da quebra do Lehman Brothers focando na liquidação das suas operações de derivativos de balcão, de forma a identificar como a legislação americana e os procedimentos de liquidação desses ativos ajudaram a alastrar um cenário de crise.

No Capítulo 2 vamos definir o que é o risco sistêmico, de forma a buscar identificar as razões pelas quais são necessárias regras especiais de recuperação e resolução de instituições financeiras e de liquidação de seus contratos financeiros (incluindo os derivativos de balcão).

No Capítulo 3 vamos apresentar o que são os contratos de derivativos, buscando demonstrar sua função para as instituições financeiras e suas contrapartes. Trataremos também

meio do qual determinada jurisdição possa atrair recursos pelo simples fato de que sua regulação é ser mais simples, menos custosa ou mesmo mais permissiva que as demais.

dos acordos de compensação (*netting agreements*) de forma a identificar os argumentos favoráveis à sua utilização para mitigar eventuais perigos de contágio.

No Capítulo 4 serão apresentadas algumas críticas acerca da possibilidade de execução dos acordos de compensação durante o período de recuperação e instituições financeiras. Esse capítulo busca contribuir para o debate quanto à necessidade de concessão de prerrogativas especiais a contrapartes de derivativos de balcão (*safe harbors*).

No Capítulo 5 será detalhada a sugestão do FSB para as regras de vencimento antecipado de derivativos de balcão, assim como a implementação dos acordos de compensação. Também serão objeto de estudo a forma como as legislações americana e inglesa trataram do tema. Nesse capítulo será identificado como o balanceamento proposto pelos organismos internacionais tende a mitigar o risco sistêmico e ao mesmo tempo garantir os direitos da instituição financeira em recuperação e suas contrapartes dos contratos de derivativos.

A conclusão irá fazer um resumo dos pontos apresentados. Nesse sentido, buscaremos contribuir para a atualização da legislação, de forma que a regulação brasileira esteja em harmonia com as demais jurisdições.

Por fim, acreditamos que esse estudo ajudará a compreender a dinâmica dos derivativos de balcão e sua função e esperamos que contribua para seu efetivo entendimento.

Destacamos que esse trabalho foca exclusivamente na criação de um *stay period*, impedindo o vencimento antecipado de operações de derivativos de balcão, no caso de decretação de regime de resolução frente a uma instituição financeira. Alguns assuntos correlatos são importantes, mas não foram objeto de análise, tais quais eventuais poderes das autoridades de resolução ou suspensão da obrigação de realização de pagamentos (*moratória powers*).

1 QUEBRA DO LEHMAN BROTHERS E OS CONTRATOS DE DERIVATIVOS DE BALCÃO

Como já informado acima, embora muitos autores tenham escrito sobre a crise de 2007/2008, a grande maioria analisa apenas alguns aspectos, em especial a eventual má utilização dos instrumentos de derivativos de balcão, falta de regulação adequada, a concessão indevida de crédito imobiliário, ou a necessidade de salvamento de instituições financeiras com dinheiro dos contribuintes e o respectivo risco moral inserido dentro do *bail-out*.⁹

Não obstante os itens acima sejam importantes e ajudem a explicar os motivos da crise, parte dos problemas foram decorrentes da dificuldade de liquidação ordenada dos contratos financeiros, em especial de derivativos de balcão do Lehman Brothers (dentre outras instituições), ocasionando um grande estresse no mercado.

Após a liquidação da instituição houve uma série de questionamentos e propostas de modificação da regulação (que nos EUA foram aprovadas por meio da *Dodd Frank Regulation*) sobre a forma como os derivativos de balcão deveriam ser vencidos e liquidados no caso de insolvência bancária.

A quebra do Lehman Brothers também mostrou problemas na liquidação de ativos transfronteiriços, levando a questionamentos acerca da eficácia das regras de liquidação de instituições financeiras complexas¹⁰. Em função das instituições financeiras operarem de forma global, sendo titulares de dezenas de empresas fora da jurisdição de sua sede, em caso de insolvência há a aplicação de diversos regimes de liquidação diferentes, com regras próprias, o que acaba por gerar dificuldades de, corretamente, liquidar portfólios complexos¹¹.

⁹ Nesse mesmo sentido ROE: “*The AIG, Bear Stearns, and Lehman Brothers failures were at the heart of 2008-2009 financial crisis and economic downturn. Some said their failures sparked a financial panic, others that it exacerbated the downturn. Some said their failure transmitted financial troubles emanating elsewhere in the economy in a way that brought the underlying economic damage to the head.*” (ROE, Mark, in ***The Derivatives Market’s Payment as Financial Crisis Accelerator***, 2014., pag. 541)

¹⁰ Nesse sentido, FLEMING e SARKAR “*the experience of resolving Lehman in the bankruptcy courts has led to an active debate about the effectiveness of U.S. Chapter 11 proceedings for complex financial institutions. (...) Some of the losses borne by Lehman investors stemmed from the manner in which Lehman failed and could have been avoided in a more orderly process.*” (FLEMING e SARKAR, in ***The Failure Resolution of Lehman Brothers***, 2014. pag 175)

¹¹ SUMME, Kimberly, in ***An Examination of Lehman Brother’s Derivatives Portfolio Post-Bankruptcy and Whether Dodd-Frank Would Have Made Any Diference***, 2011, pag 85: “*Contemporary financial institutions, particularly those that are arguably most systemically important, operate globally. A mix of banks, broker-dealers, commodity brokers, futures commission merchants, and corporations and insurance companies under*

Além disso, muito se questionou sobre a validade e a real necessidade da concessão de *safe harbors* para as contrapartes de operações com contratos financeiros, em especial derivativos de balcão, e se esses mecanismos geram os incentivos corretos¹².

SUMME lembra que o Lehman não faliu em função das perdas ocorridas com as operações e derivativos de balcão, mas sim em decorrência da falta de liquidez e decisões erradas de sua administração no que se refere à concessão de financiamentos para hipotecas, e imóveis (áreas que inclusive o *US. Bankruptcy Code* não pode afetar).¹³

O grande problema, na sua visão é que, uma vez que o banco esteja insolvente, a sua liquidez é ameaçada, os preços dos ativos caem (incluindo suas próprias ações) e nenhum outro participante irá realizar novas operações de crédito com a instituição.¹⁴ Dessa forma, o maior problema é a falta de liquidez da instituição, que vai ter dificuldade em administrar seu balanço.

Nessa seção, será realizada a descrição de como ocorreu a liquidação de contratos de derivativos de balcão do Lehman Brothers e os problemas enfrentados, de forma a contextualizar grande parte da discussão daí advinda sobre a eficácia dos acordos de compensação (cláusula de *close out netting*) e a concessão de tratamento diferenciado (*safe harbor*) para a liquidação antecipada de derivativos de balcão.

1.1 Histórico da Quebra do Lehman Brothers e a Liquidação dos Derivativos de Balcão

O Lehman Brothers era um conglomerado financeiro de atuação, sendo um dos maiores bancos de investimento dos Estados Unidos. Entre suas subsidiárias havia corretoras de valores, financeiras, gestoras de recursos, formadores de mercado, e o banco de investimentos, que realiza operações de financiamento imobiliários¹⁵.

the financial institution's umbrella engage in business twenty- four hours a day, seven days a week, in dozens of jurisdictions. Upon insolvency, each entity becomes subject to its own insolvency regime, dependent upon its jurisdictional location, its organizational form, and its activities."

¹² Esse ponto será detalhado nos próximos capítulos.

¹³ SUMME, Kimberly Anne, *Op. cit.*, pag 81

¹⁴ SUMME, Kimberly Anne, *Op. cit.*, pag 82

¹⁵ Para um detalhamento da estrutura societária do conglomerado, <https://web.stanford.edu/~jbulow/Lehmandocs/docs/BARCLAYS/LBEX-LL%202165164-2165176.pdf>

Em primeiro lugar, é importante destacar que, nos Estados Unidos de 2008, a liquidação de uma instituição financeira complexa como Lehman Brothers estava vinculada a um grande número de regulações, se destacando, o *Federal Deposit Insurance Act* (FDIC), aplicável aos bancos norte-americanos, o *Bankruptcy Act* aplicável às sociedades que negociavam derivativos, o *Securities Investor Protection Act*, que estabelecia regras para as corretoras de valores mobiliários. Para além dessas, não se pode perder de vista as dezenas de legislações nacionais dos locais em que o Lehman Brothers tinha subsidiárias.¹⁶

Em 15 de setembro de 2008, o Lehman Brothers Holdings Inc. (LBHI) apresentou seu pedido de recuperação conforme o Capítulo 11 do *US Bankruptcy Code*, sendo que suas subsidiárias só o fizeram nos meses seguintes. Com cerca de 209 (duzentas e nove) subsidiárias em 21 (vinte e um) países e cerca de 900.000 (novecentos mil) contratos de derivativos (dentro de mais de 6.000 vinculados ao *ISDA Master Agreements*¹⁷), estimadas em US\$35 trilhões de valor notional¹⁸, esta se tornou uma das mais complexas e difíceis liquidações da história.

De acordo com FLEMING e SARKAR parte das perdas dos investidores do Lehman Brothers ocorreu pela maneira como a instituição foi liquidada. Essas perdas poderiam ter sido evitadas caso houvesse sido realizado um processo de liquidação mais ordenado¹⁹. Nesse quesito, o processo de liquidação foi mal planejado o que pode ter reduzido o valor da massa falida e contribuído para um aumento no litígio com os credores.

Além disso, ocorreram questionamentos acerca dos procedimentos de liquidação dos ativos, em especial quanto a sua transparência e velocidade, sendo que em alguns casos levaram vários anos para serem liquidados. Até mesmo o comportamento dos juízes foi questionado por ter dado origem a decisões controversas.²⁰

¹⁶ Detalhes sobre a regulação de cada entidade e do regulador responsável pode ser encontrado em SUMME, Kimberly Anne, in *Lessons Learned from the Lehman Bankruptcy*, disponível em http://media.hoover.org/sites/default/files/documents/Ending_Government_Bailouts_as_We_Know_Them_59.pdf

¹⁷ O *ISDA Master Agreement* é um contrato padrão elaborado pela *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) e utilizado para regular as operações com derivativos de balcão. Maiores informações serão apresentadas no próximo Capítulo 4.

¹⁸ SUMME, Kimberly, *Op. cit.*, pag 88

¹⁹ FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 178

²⁰ “Regarding the predictability of the settlement process, while existing case law provided a useful starting point for the Lehman resolution, the court provided new interpretations of provisions in the *Bankruptcy Code*

Um dos problemas verificados foi a elaboração malfeita de um plano de recuperação²¹. Apenas em 10 de setembro de 2008 (cinco dias antes do pedido de recuperação – 15 de setembro) foram iniciados os trabalhos para o arquivamento do pedido de recuperação. Uma das razões apresentadas para a demora foi a preocupação da instituição em informar ao mercado acerca da constituição de um comitê de recuperação, o que poderia abalar a confiança dos possíveis parceiros²².

Entretanto, o processo foi desastroso uma vez que o plano não tratava de forma clara a maneira como a instituição iria buscar financiamentos ou preservar seu caixa, o que alguns atribuem à esperança dos administradores da instituição em serem salvos pelo Banco Central americano.²³

Além disso, o plano de recuperação continha poucos detalhes sobre quais seriam os primeiros passos e como a instituição iria operar nos primeiros dias (*first day motions and orders*) o que impediu a preservação de seus ativos e a maximização de valor para benefício de seus credores. Isso pode ter reduzido o portfólio do Lehman em mais de US\$75 bilhões (setenta e cinco bilhões de dólares)²⁴.

Embora o LBHI tenha entrado em recuperação judicial, outras empresas do grupo não pediram a proteção, como o Lehman Brothers Inc., corretora da instituição que tinha uma série de operações com derivativos e compromissadas. Entretanto, logo após o pedido de recuperação do LBHI a corretora viu seu caixa pressionado, com muitos clientes migrando para outras instituições, o que acarretou dificuldade de manter seu registro de operações balanceado (*matched book*), assim como suas contrapartes exigindo garantias adicionais para poder operar com ela.

(regarding, for example, some aspects of the safe harbor provisions for derivatives). In part, this reflected the importance of complex financial securities to which Lehman was a party. The bankruptcy court had to analyze these securities for the first time and sometimes came out with controversial judgements that surprised many observers.” FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 178

²¹ FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 178

²² VALUKAS, 2010, “*Report of the Examiner in the Chapter 11 Proceedings of Lehman Brothers Holdings Inc.*” VALUKAS, *Ibid.*, pag 718, disponível em <https://web.stanford.edu/~jbulow/Lehmandocs/menu.html>

²³ Para uma descrição detalhada ver VALUKAS, *Ibid.*,

²⁴ FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 179

A corretora conseguiu empréstimos com o Banco Central Americano (especialmente por meio dos *Primary Dealer Credit Facility* e *Term Securities Lending Facility*), assim como dos agentes de liquidação JP Morgan Chase e Citibank, que permitiram a manutenção normal das atividades dessa instituição, até ser vendida em 22 de setembro de 2008 para o Barclay²⁵. Sem essa ajuda, os clientes provavelmente teriam dificuldade de acessar suas contas ocasionando maiores prejuízos.

As operações com ações, dívidas corporativas e títulos públicos negociadas e registradas em contrapartes centrais foram liquidados fora dos termos do *Chapter 11*, assim como as operações que o Lehman atuava como intermediário (*broker dealer*). Essas operações foram liquidadas pela CCP ou então transferidas para terceiras partes.

No caso dos derivativos de balcão (*OTC Derivatives*), por serem operações bilaterais e não havendo a figura da contraparte central, a liquidação dos contratos foi extremamente confusa e difícil.

Antes da falência, o Lehman Brothers detinha posição de OTC Derivatives estimadas em US\$35 bilhões (em valor nocional), representando cerca de 5% (cinco por cento) dos derivativos mundiais²⁶.

Com relação a esses contratos, a sua liquidação se tornou muito complexa. Enquanto a LBHI pediu recuperação (*Chapter 11*) em 15 de setembro de 2008, outras entidades, em especial as que negociavam os derivativos de balcão, não solicitaram a proteção imediatamente, só o fazendo semanas depois. Esse foi o caso da *Lehman Brothers Special Financing* que só requisitou *Chapter 11* no dia 3 de outubro de 2008.

Ocorre que, como o LBHI era garantidor de grande parte desses OTC Derivatives, seu pedido de recuperação constituiu um evento de vencimento antecipado dos contratos vinculados

²⁵ Esse compra ainda originou algumas disputas, conforme informam FLEMING e SARKAR: “*Later, Barclays argued that it had not agreed to purchase some of the collateral that it was being asked to finance, leading to dispute with its clearing agent JPMC and also with LBI that persisted and threatened to derail the transaction during the weekend following September 19, 2008 (when the sale of LBI to Barclays closed). Eventually, a resolution was reached with help of the FED and with the Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) agreeing to clear LBI trades for less than required collateral. Even after the sale closed, unsecured creditor tried to get the sale order overtuned.*” FLEMING e SARKAR, *Ibid.* pag 182

²⁶ FLEMING e SARKAR, *ib.*

ao *ISDA Master Agreement*²⁷, o que gerou mais de 6.000 (seis mil) ações envolvendo mais de 900.000 (novecentas mil transações).

A maioria dos contratos foram automaticamente vencidos. Entretanto havia contratos que permitiam que a contraparte decidisse pelo vencimento antecipado. Nesses casos, as contrapartes credoras venceram seus contratos de forma antecipada de acordo com o *safe harbor* inserido na legislação americana que permitia a liquidação dessas operações sem respeitar o período de congelamento (*stay period*).

Contudo, quando a contraparte também fosse devedora do Lehman Brothers, ela dificilmente optaria por esse vencimento antecipado, uma vez que essa decisão também implicaria o vencimento antecipado de sua posição de devedora em relação ao banco²⁸.

Além disso, as partes que não venceram antecipadamente os contratos deixaram de realizar pagamentos ou depositar margens, o que prejudicou a recuperação da instituição²⁹. Conforme FLEMING e SARKAR:

No caso específico, as contrapartes do Lehman utilizaram as previsões do *safe harbor* para vencer e liquidar seus contratos quando eram credores e deixaram o contrato em vigor se fossem devedores. Além disso, se recusaram a realizar os pagamentos periódicos exigidos com base no *ISDA Master Agreement*. (tradução livre)³⁰

²⁷ Cerca de 80% (oitenta por cento) dos derivativos foram vencidos nas 5 semanas seguintes ao pedido de recuperação.

²⁸ Nesses casos, o Lehman teve que pedir autorização especial para terminar e liquidar esses contratos: “On November 13, 2008, Lehman asked the court to approve procedures to realize the value of nonterminated derivatives contracts either by Lehman assigning them to third parties in Exchange for consideration, or alternatively by mutual termination. The court gave its approval (LHBI, ‘Debtor’s Motion for an Order Approving Consensual Assumption and Assignment of Prepetition Derivative Contracts’, January 28, 2009), authorizing Lehman to assign nonterminated derivative contracts with the consent of unsecured creditors and the counterparty, but without the need for further court approval. The effect of the court’s decisions was to strongly encourage out-of-the-money counterparties to comply with these Alternative Dispute Resolution (ADR) procedures and to substantively engage in settlement and termination discussions.” FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 186

²⁹ Um dos casos foi o da Metavante Corporation, que deixou de realizar qualquer pagamento ao Lehman Brothers depois do pedido de *Chapter 11*. Na decisão do Distrito de Nova Iorque, entendeu que a Metavante renunciou seu direito de vencer antecipadamente o contrato e ordenou que realizasse todos os pagamentos devidos. (In re Lehman Bros. Holding, Inc., No. 08–13555 (JMP), 2009 WL 6057286)

³⁰ FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag. 192

Nesses casos, a contraparte do Lehman não utilizava seu direito de vencer antecipadamente seus contratos (pois era devedora), mas também não realiza os eventuais pagamentos que fossem devidos. Realizando essa operação a parte não inadimplente permanecia em uma situação confortável de (i) não vencer antecipadamente o contrato; e (ii) não cumprir suas obrigações.

Esse ponto é uma das maiores críticas ao *safe harbor*, uma vez que permitiu comportamentos indevidos das contrapartes: caso a contraparte fosse credora venciam antecipadamente os contratos; caso devedora fosse, não apenas não venciam os contratos, como deixaram de realizar os pagamentos devidos.

Não bastasse a situação descrita, a liquidação dos contratos se mostrou confusa, uma vez que, após o seu vencimento, as partes teriam que concordar com o valor de liquidação, o que se mostrou complicado em um mercado ilíquido, especialmente para as grandes operações.

Os contratos ISDA tinham cláusulas ambíguas que tratavam da forma de avaliação (possibilitando outros métodos que não os preços públicos dos ativos), e permitia que a parte não inadimplente escolhesse a data de vencimento³¹. Os administradores do Lehman Brothers tentaram estipular uma data única para o vencimento dos contratos e sua precificação, mas isso gerou muitas controvérsias. De acordo com SUMME

The estate proposed to establish the date and time for the calculation of midmarket values for the terminated transactions, calculate the midmarket values, and account for collateral and cash payments, among other items. Specifying a uniform time for the calculation of values for terminated transactions may not seem like a big deal and, in fact, it may even appear to be fair as it applies equally to all parties bound by the framework, but it can lead to significant disparity in outcomes. For example, the framework proposed that the preponderance of a big bank's transactions that terminated on or prior to Friday, September 19, 2008, would be valued on one single business day during the week of September 15, 2008. That approach intentionally overlooked the fact that significant intraday fluctuations occurred on Monday, September 15, for example, the date that the parent company filed for bankruptcy. Moreover, it jettisoned the fact that different legal entities located in different geographic regions globally were the nondefaulting parties. For example, a nondefaulting party located in Japan would be forced to select the same termination date as a nondefaulting party located in New York, even though the former, under the

³¹ “Under the ISDA Master Agreement, upon a counterparty's (or guarantor's) default, such as a voluntary or involuntary bankruptcy, the nondefaulting party has the right to designate a date on which the portfolio of derivatives will be valued and terminated, to terminate the transactions on such date, and to liquidate and apply any collateral.” SUMME, *Op. cit.*, pag 88

governing contract for the transaction, would be permitted to terminate 13 hours earlier in an entirely different market. This approach, particularly in the volatile markets following the Lehman Brothers' bankruptcy filing, pushed efficiency ahead of contractual rights.

Devido a essa dificuldade, mais de 1 (um) ano após o pedido de recuperação, em 22 de outubro de 2009, as contrapartes que terminaram seus contratos foram solicitadas a responder um questionário especial apresentando a metodologia de avaliação dos derivativos e suas garantias, especificar qualquer valor não pago e o valor de cada garantia prestada.³² De acordo com FLEMING e SARKAR:

A liquidação final dos contratos de derivativos exigiram mais alguns passos. A massa falida do Lehman teve 1) re-conciliar todas as operações entre o Lehman e cada uma das suas contrapartes, 2) precificar cada operação, e 3) negociar a os valores de liquidação com a contraparte. (tradução livre)³³

Para se ter uma ideia da dificuldade em vencer e liquidar os contratos, em novembro de 2009 (mais de um ano do pedido de *Chapter 11*), o Lehman Brothers havia conciliado apenas cerca de 61% (sessenta e um por cento) de seus derivativos e só 50% (cinquenta por cento) teve sua avaliação finalizada³⁴.

Ainda no que se refere à avaliação dos contratos, em alguns casos, dias antes do pedido de recuperação, o Lehman Brothers era credor em uma série de operações, mas nos dias seguintes recebeu demandas (*claims*) dessas suas contrapartes. LUBBEN apresenta o caso entre o Lehman Brothers e o Nomura (que tinham 4.500 contratos válidos), em que, em setembro, o primeiro era credor de US\$484 milhões, sendo que depois da recuperação o Nomura apresentou demandas no valor de US\$217 milhões:

Isso reflete uma tendência comum na falência do Lehman. Considerando os valores de compensação, no dia anterior ao pedido de recuperação o Lehman era credor de contrapartes nas suas operações abertas de derivativos. Mas depois do pedido de recuperação as contrapartes apresentaram demandas no valor total de US\$51 bilhões.

³² FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 185.

³³ FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 178

³⁴ SUMME, *Op. cit.*, pag 90

A oitava maior contraparte do Lehman apresentou demandas de mais de US\$9 bilhões, das quais o juiz aceitou mais de US\$6 bilhões. (tradução livre)³⁵

Esse fato levou aos administradores da massa do Lehman Brothers a indicar que a maioria das avaliações eram infladas, gerando prejuízos para os credores da instituição. Em abril de 2010, o Lehman Brothers ajuizou ação contra o Nomura questionando a avaliação dos derivativos realizada por essa instituição³⁶.

Outro grande problema foi em decorrência da existência de grandes contratos com grandes contrapartes, uma vez que as operações de derivativos de balcão são altamente concentradas em algumas poucas instituições. Esse ponto trouxe problemas com a forma de avaliação desses contratos, ~~sendo que~~ levando as partes ~~precisaram~~ a negociar um método uniforme para a sua liquidação³⁷.

Nesses casos um dos questionamentos foi acerca da definição do “*replacement costs*” exigido pelo *ISDA Master Agreement* e os grandes spreads verificados nas cotações da época, havendo discussão acerca dos preços e taxas de desconto a serem utilizados em razão do vencimento antecipado dos contratos.

Por fim, alguns credores foram prejudicados em função do vencimento antecipado dos contratos, que impossibilitou a realização de um *hedge*, de forma a proteger suas operações. De acordo com FLEMING e SARKAR:

³⁵ LUBBEN, Stephen J. in *Lehman's Derivative Portfolio*, 2015, pag 10. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2698234

³⁶ SUMME, *Op. cit.*, pag 90. De acordo com a Autora: “As the estate’s work progressed, the administrator took the view that many counterparties were inflating their derivatives claims. Daniel Ehrmann, a managing director at Alvarez & Marsal and cohead of derivatives at Lehman Brothers Holdings Inc., stated: “We discovered that out of all the claims against the Lehman estate, those in the derivatives subset were most inflated.” In fact, in April 2010, Lehman Brothers Holdings Inc. sued Nomura Holdings Inc., arguing that Nomura’s \$720 million of derivatives claims relating to 2,464 transactions were the product of “egregious inflation” and reflected a desire to “secure a windfall” from Lehman’s bankruptcy at the expense of creditors.²³ Indeed, the week prior to Lehman Brothers’ bankruptcy, Nomura reported that it owed more than \$200 million to LBSF.”

³⁷ “Their disagreements centered on 1) the time and date of valuation, 2) the method of valuation (for example, use of the bid or ask price as opposed to the mid-market price, as well as the inclusion of additional amounts added to the mid-market prices), and 3) setoff. As previously discussed, the valuation of claims proved particularly difficult because of the “replacement cost” methodology required by the Master Agreement and the wide bid-offer spreads at the time. Lehman and its counterparties also disagreed on the discount rate and prices that were inputs into valuation models (for example, whether to use end-of-day prices on a particular date).” FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 185

In other cases, the settlement of Lehman's OTC derivatives claims may have resulted in significant losses to Lehman's counterparties. Some Lehman counterparties suffered losses owing to the selection of the termination date for safe harbor purposes (Ricotta 2011). Although Lehman filed for bankruptcy protection at about 1:00 a.m. on Monday, September 15, 2008, the termination date was set as Friday, September 12, for derivatives subject to automatic termination. Normally, nondefaulting derivatives counterparties of Lehman would have attempted to hedge their positions on Monday to mitigate expected losses on their positions. However, they could not do so since their positions were deemed to have terminated two days earlier. Also, in some cases, parties had sent wire transfers to various Lehman entities on Friday to satisfy their obligations to make periodic payments, even though such payments were not required once Lehman had defaulted (Ricotta 2011). Some of these parties that had elected automatic early termination tried to revoke their elections *ex post*, but such an election is irrevocable.

Em 13 de novembro de 2008, o Lehman Brothers solicitou ao tribunal aprovação dos procedimentos para liquidação dos contratos vencidos antecipadamente, de forma a realizar os pagamentos e a excussão de garantias, sendo deferido em 16 de dezembro de 2008. Entretanto, apenas 6% (seis por cento) dos contratos foram liquidados até julho de 2009, tendo subido para 46% (quarenta e seis por cento) até setembro de 2010³⁸.

A velocidade de liquidação dos derivativos de balcão foi diferente conforme o tipo de contraparte. No caso dos clientes de varejo, eles puderam terminar seus contratos nas semanas seguintes ao pedido de recuperação, em função do *safe harbor* previsto para as operações de derivativos de balcão, mas no começo de 2013 ainda havia mais de 1.000 (mil) contratos para serem terminados³⁹.

A justificativa para esse atraso era a necessidade dos administradores judiciais do Lehman Brothers realizar diligência em cada um dos contratos. Em decorrência dos seus deveres fiduciários, precisavam rever e conciliar cada contrato individualmente, de forma a garantir que todos os créditos fossem tratados iguais.⁴⁰

³⁸ FLEMING e SARKAR (2014) pag 185

³⁹ FLEMING e SARKAR (2014) pag 188

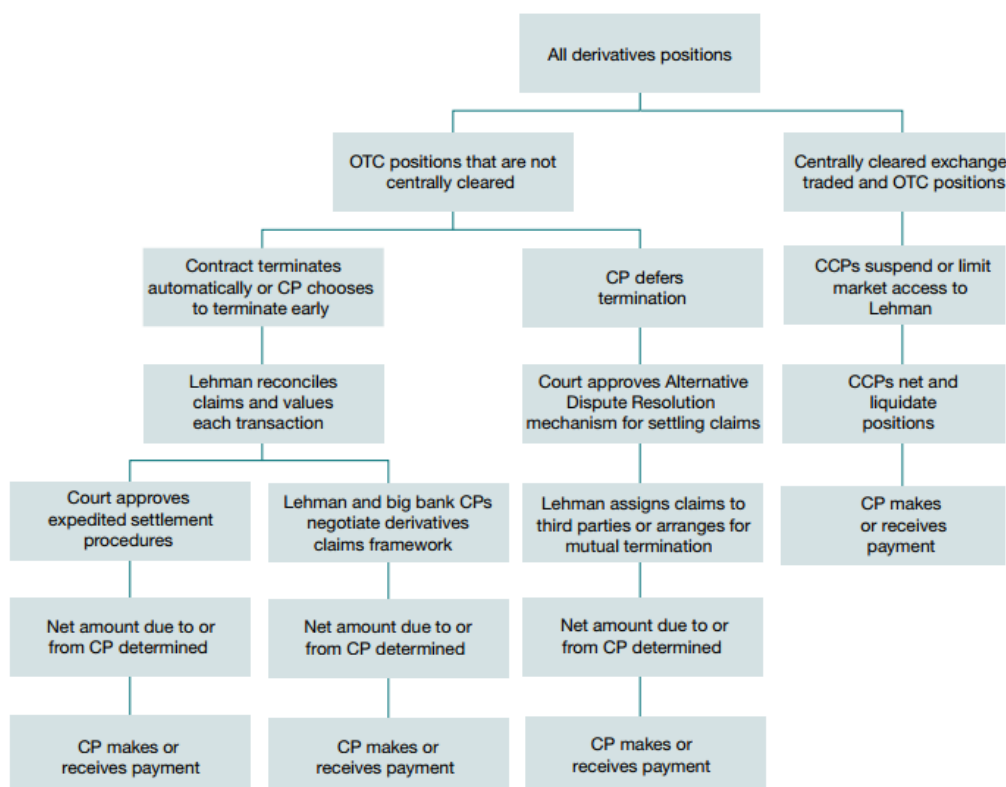
⁴⁰ SUMME (pag. 92) ainda destaca que o administrador da massa do Lehman Brothers devia cumprir seus deveres fiduciários e buscar tratar todos os credores de forma equivalente, o que levou a necessidade de conciliar individualmente todos os contratos e analisar cada uma das avaliações realizadas. Dessa forma, mesmo que os contratos de derivativos de balcão tenham sido vencidos antecipadamente e eventuais garantias executadas, os administradores da massa falida precisaram revalidar todas as operações, o que levou ao fato de que em setembro de 2010 (2 anos após o pedido de recuperação) só tivessem sido efetivamente liquidados cerca de 45% (quarenta e cinco por cento dos contratos).

Entretanto, o que se verificou é que a avaliação dos ativos era complexa e a avaliação realizada para as contrapartes que eram investidores de varejo foi diferente do estabelecido para os grandes bancos⁴¹.

Além disso, em um mercado volátil, como o que se sucedeu à crise financeira, impediu que a precificação dos ativos seguisse uma lógica de mercado. Além disso, os *spreads* necessários para fechar as operações acabaram sendo muito mais caros do que deveria ocorrer. Como será visto no próximo capítulo, a venda forçada de uma grande soma de ativos financeiros pode gerar muita instabilidade e conduzir ao alastramento de uma crise financeira.

Para resumir como ocorreu a liquidação dos derivativos de balcão, utilizamos o esquema apresentado por FLEMING e SARKAR⁴²:

EXHIBIT 3
Lehman's Derivatives Settlement Procedures



Fonte: FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 183

⁴¹ FLEMING e SARKAR (2014) pag 188

⁴² FLEMING e SARKAR (2014) pag 187

De acordo com FLEMING e SARKAR a taxa de retorno dos credores sem garantias foi de 28% (vinte e oito por cento), menor do que a média histórica americana. Segundo os autores, a média de retorno de dívidas não garantidas é de 56% (cinquenta e seis por cento) para todas as indústrias e 59% (cinquenta e nove por cento) para as instituições financeiras. E mesmo no caso de cenários de estresse, os valores de recuperação baixam entre 15 e 22 pontos percentuais dos valores de referência acima, o que demonstra que a recuperação do Lehman foi, até o momento, abaixo dos padrões normais.⁴³

Entretanto, o cenário muda quando é analisado a taxa de retorno das operações de derivativos realizadas pelas subsidiárias do Lehman Brothers. Nesses casos, há operações em que os credores recuperaram a totalidade de seus créditos. Porém, destaca-se que a maior entidade de derivativos (LBSF) só recuperou cerca de 31% dos valores⁴⁴. Conforme tabela abaixo realizada por FLEMINNG e SAKAR⁴⁵:

Panel B: Recovery by Affiliate as of March 27, 2014

Affiliate	Primary Assets	Shareholder Equity/ Total Assets ^d (Percent)	Cash Position ^d (Millions of Dollars)	Distributions to All Creditors, Unsecured Claims (Billions of Dollars)	Payout Ratio, General Unsecured Creditors ^e (Percent)
LBHI	Holding company	9.7	1,148	49.82	25.23
LOTC	OTC derivatives	13.5	132	1.42	100.00
LBDP	Interest-rate and currency swaps	51.9	297	0.67	100.00
LBFP	Interest-rate and FX OTC derivatives; exchange-traded derivatives; government bonds	54.9	7	0.45	100.00
LBCC	OTC and exchange-traded foreign currency	10.3	8	1.58	87.41
LBCS	Commodities	12.3	30	2.32	67.38
LCPI	Secured and unsecured loans	Negative	461	15.41	61.63
LBSF	Interest-rate, currency, credit, and mortgage derivatives	4.3	7	13.06	30.90

Fonte: FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 190

⁴³ Os autores lembram que novas distribuições ainda podem ser realizadas, aumentando o percentual recuperado pelos credores sem garantias, mas devem permanecer abaixo do padrão verificado em outras ocasiões. FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 190

⁴⁴ De acordo com FLEMINNG e SAKAR: “Recovery rates for large derivatives counterparties are likely to be different from those of other secured creditors. This is because the Lehman estate followed a different settlement approach regarding these claims, as discussed in Section 4. Under the Chapter 11 liquidation plan, the eight largest financial institutions were allowed about 65 percent of their asserted claims, while the thirty largest big bank counterparties were allowed about 47 percent of their asserted claims” FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 192

⁴⁵ FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 190

As taxas de retorno diferentes se deram em decorrência da solicitação do Lehman para manter a independência de cada uma das suas subsidiárias (isto é, das 23 empresas que pediram recuperação) de forma que cada uma delas fizesse pagamentos para seus respectivos credores com base nos seus próprios ativos (das entidades). Isso beneficiou muito os credores de operações de derivativos, uma vez que essas entidades tinham recursos suficientes para realizar os pagamentos previstos.

Entretanto, a análise independente de cada uma das empresas que compunham o conglomerado gerou grande debate, tendo em vista que os credores da *holding* (LBHI) argumentaram que esta companhia era garantidora de uma série de contrato, mas os ativos se encontravam nas subsidiárias, o que seria prejudicial a eles. Nesses casos os credores das subsidiárias poderiam demandar tanto a emissora quando a holding garantidora.

Em 15 de dezembro de 2010, um grupo de 10 (dez) credores da LBHI submeteu seu próprio plano de recuperação exigindo que todos os ativos do grupo Lehman Brothers fossem colocados em uma única entidade, que foi rejeitado pelo Lehman, embora tenha ajustado seu plano e possibilitado novas redistribuições para seus credores. Dessa forma, entre 20% (vinte por cento) e 30% (trinta por cento) dos pagamentos das subsidiárias foram destinados aos credores da holding (LBHI).

Para resumir, a liquidação de operações de derivativos do Lehman Brothers foi bem complexa, em função da quantidade de contratos e da dificuldade de se avaliar corretamente todos eles. Esse ponto leva a uma das grandes questões quando se trata de liquidação de instituições financeiras sistematicamente relevantes; como resolver uma instituição que mantém várias e complexas relações com outras sem permitir um risco de contágio.

A liquidação das operações do Lehman Brothers demonstrou que a possibilidade de vencimento antecipado e excussão de garantias imediatamente gera uma pressão nos preços dos ativos para baixo (uma vez que há muita venda de ativos financeiros) o que tendo a prejudicar os credores da instituição, assim como qualquer terceiro que detenha ativo semelhante.

Isso quer dizer que em um cenário onde todas as contrapartes vençam seus contratos ao mesmo tempo, haverá dificuldades de se obter preços de mercado para os ativos financeiros o que acaba por gerar mais instabilidade, que por sua vez, acarreta em mais pessoas buscando

liquidez (e por consequência, vendendo seus ativos), que resulta numa força vendedora se torna cada vez maior.

Embora não seja a única razão para a crise financeira de 2007/2008, a forma desordenada como os contratos de derivativos de balcão do Lehman Brothers foram vendidos antecipadamente ajudou a potencializar os efeitos da crise.

No próximo capítulo, vamos tratar da interconexão do sistema financeiro e da definição de risco sistêmico, de forma a buscar demonstrar como esses cenários de estresse podem contaminar outras instituições e quais são as principais salvaguardas existentes para mitigar esses riscos.

2 O SISTEMA FINANCEIRO E O RISCO SISTÊMICO

O sistema financeiro (nacional e internacional) engloba um conjunto de instituições, regras e procedimentos que visam regular, de forma genérica, a intermediação financeira, isto é, a captação de recursos dos agentes superavitários e o empréstimo de recursos para os agentes deficitários.

Esse sistema é integrado e inter-relacionado (tendo em vista a existência de depósitos intra bancários, os mecanismos de transmissão de risco, a realização de operações entre as instituições de proteção – hedge), além de ser baseado na confiança dos seus agentes⁴⁶. Em razão disso, problemas em algumas poucas instituições pode acarretar em riscos para todo o sistema, o que, por consequência gera riscos para toda a economia (isto é, há uma dependência da economia real à economia financeira, especialmente quando se verifica a utilização de securitização de créditos como formas de transferência de riscos⁴⁷).

Esse cenário já apresenta uma primeira falha de mercado desse sistema que é a assimetria de informação (que leva a um desconhecimento acerca de quais são as instituições sadias e quais tem problemas). Essa falha gera para os depositantes preocupação sobre a solvência e confiança nas instituições financeiras, e em cenários de estresse podem acarretar em efeitos negativos, especialmente a corrida bancária (que trataremos adiante)⁴⁸.

⁴⁶ Nesse sentido, é importante destacar as colocações de SADDI, acerca da falta de confiança/credibilidade de uma instituição: “O elemento principal do instrumental de qualquer instituição financeira não é de natureza técnica ou facilmente conquistável – é intangível, fruto e resultado de um longo e penoso esforço, aliado à experiência necessária dos anos. Como comumente se afirma, a credibilidade é difícil de ser conquistada, porém é fácil de ser perdida. Bancos vivem de credibilidade – esse é seu maior ativo. (...) Portanto, credibilidade pode ser definida como qualidade daquilo que é crível ou se torna como verdade, implicando julgamentos de confiança e segurança. Um banco sem credibilidade faz com que os agentes econômicos ou sobrestimem as taxas de juros a serem pagas pela captação de seus depósitos (tendo em vista que impõem um prêmio maior pelo risco), ou simplesmente se recusem a depositar ou investir naquela instituição. A falta de credibilidade gera imediatamente uma ruptura na relação entre o depositante e o banco. É exatamente nesse ponto que a corrida bancária pode iniciar-se.” SADDI, Jairo, in **Crise e Regulação Bancária**, Editora Texto Novo, 2001, pages 39-40.

⁴⁷ Não quero, de maneira nenhuma, condenar a securitização de créditos, a intenção é apenas indicar tem como função a transferência de riscos para terceiros, integrantes ou não do sistema financeiro. Em sentido diverso SZTAJN “Na atual crise, um dos componentes importantes foi a securitização de créditos, empacotados em diferentes veículos especiais mais de uma vez, impossibilitando avaliar-se, corretamente, os riscos de inadimplência, particularmente quando, transferidas para sociedades de propósito específico, ficavam fora do balanço de muitas instituições financeiras.” SZTAJN, Rachel, in **Sistema Financeiro – Entre Estabilidade e Risco**, Ed. Campus Jurídico, Rio de Janeiro, 2011, pag. 114

⁴⁸ De forma bem objetiva SZTAJN assevera: “Acreditar na estabilidade do sistema significa não duvidar da capacidade do banco de devolver todos os depósitos. Quando desaparece, a confiança aplica-se à regra da fila,

Antes de tratar dos aspectos relacionados com os problemas decorrentes do perigo de contágio entre instituições, vamos tratar da função do sistema financeiro e das falhas de mercado das instituições que o compõem.

2.1 Função das Instituições Financeiras, Falhas de Mercado e Redes de Proteção.

As instituições financeiras são concebidas usualmente pela sua função clássica de canalização de recursos entre agentes econômicos superavitários para deficitários. Nessa perspectiva, a instituição financeira atua como um intermediário, que recebe (por meio de depósitos) recursos de agentes superavitários e os direciona para os agentes deficitários (pessoas que necessitam de recursos)⁴⁹.

Em países que não possuem um mercado de capitais desenvolvido, as instituições financeiras acabam sendo uma das poucas formas das companhias obterem empréstimos de grande valor e o sindicato de bancos acaba atuando de forma a possibilitar a realização de financiamento para grandes projetos.

A função das instituições financeiras também é justificada em função de serem consideradas como um *pool* de liquidez, protegendo seus depositantes contra eventuais choques e crises, por meio da chamada reserva fracionada.⁵⁰

A partir dos anos 70, novas abordagem sobre as instituições financeiras começaram a aparecer, buscando identificar os bancos como mitigadores dos custos de transação no

quem chega primeiro é atendido antes, ensejando as corridas bancárias. O pânico favorece a demanda por regulação.” SZTAJN, Rachel, in *Op. cit.*, pags. 159-160

⁴⁹ MISHKIN, Frederic S, *Prudential Supervision: Why is It Important and What are The Issues*, 2000, pag. 1

⁵⁰ Para uma definição mais detalhada, citamos FREIXAS e ROCHET “A very natural idea for justifying the existence of depository institutions is to consider them as ‘pools of liquidity’ that provide households with insurance against idiosyncratic shocks that affect their consumption needs. As long as these shocks are not perfectly correlated, the total cash reserve needed by a bank of size N (interpreted as a coalition of N depositors) increases less than proportionally with N. This is the basis for the ‘fractional reserve system’, in which some fraction of the deposits can be used to finance profitable but illiquid investments.” FREIXAS, Xavier e ROCHET, Jean Charles, in *Microeconomic of Banking*, Massachusetts Institute of Technology, 1999, pag. 20

mercado⁵¹. Nessa análise, os bancos passam a desempenhar um papel importante ao mercado em função da redução dos custos associados à obtenção de informações.

Por esta visão, as instituições financeiras atuariam como repositório de informações e conseguiriam avaliar melhor que qualquer outra pessoa os riscos de crédito envolvidos em cada operação financeira. Os bancos teriam maior capacidade de obter e processar informações acerca das pessoas e projetos que estão buscando recursos e, em função disso, reduziriam os custos de transação, comparado com o caso os agentes superavitários terem que selecionar em que projeto deveriam investir.

Embora esses sejam alguns dos vieses positivos sobre as instituições financeiras, há uma série de problemas, denominados falhas de mercado, sendo um dos mais importantes a assimetria de informações. Esta ocorre pelo fato de que os participantes do mercado não conseguem ter acesso e processar todas as informações ao mesmo tempo, havendo ônus para a sua obtenção, o que aumenta os custos de transação⁵².

Essa falha pode atuar entre os depositantes e a instituição financeira ou entre elas e seus clientes (pessoas que buscam financiamentos), e na ocorrência de sinais de cenário de estresse podem causar a retirada da liquidez do mercado e, por consequência, agravar qualquer crise de confiança. ROE entende que a assimetria de informação pode levar a um contágio a partir do momento em que os participantes do mercado descobrem que eles não entendem os riscos que estão correndo, e param de operar até obterem as informações necessárias.⁵³

Uma primeira forma de assimetria de informações é a relação de principal e agente existente. De acordo com a teoria da agência, conforme definido por Jensen e Meckling⁵⁴, toda

⁵¹ LELAND, Hayne E., PYLE, David H., in *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, 1977

⁵² Conforme YAZBEK, “A informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presuma que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio de sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade. Assim, a obtenção das informações necessárias para atuar envolve determinados custos de transação, que oneram os agentes. Daí nascem, inclusive, mercados próprios para esse importante e peculiar recurso, com o surgimento de intermediários especializados na compra e venda de informações.” YAZBEK, Otávio, in *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Ed. Elsevier, 2009, pag. 38

⁵³ ROE, Mark J., in *Op. cit.*, pag 545.

⁵⁴ JENSEN, Michael C., e MECKLING, William H., in *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in Journal of Financial Economics 3 (1976), disponível em <https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>

vez que uma pessoa (o principal) delega para terceiro (o agente) algum poder para que o agente realize determinados atos em nome do principal, é possível supor que o agente poderá buscar realizar determinados atos que visem maximizar o seu próprio interesse em detrimento dos interesses do principal.

Essa falha pode ocorrer entre os poupadores e a instituição financeira, em razão dos poupadores não terem clareza de qual é a instituição mais confiável, ou mesmo como o banco está utilizando os recursos disponíveis. De acordo com SADDI:

Os depositantes não têm condições de avaliar de forma mais apurada ou precisa a solvência de uma dada instituição (entendendo-se solvência como a capacidade de liquidar ativos para honrar passivos), visto que desconhecem tanto as operações ativas dos bancos como suas operações de tesouraria, e porque sabem que os bancos oferecem contratos líquidos e certos de depósito, por um lado, e emprestam de modo incerto, por outro.⁵⁵

Relacionado com esse problema de agência está a seleção adversa. Nesse caso, tendo em vista que a instituição financeira não possui todas as informações acerca da companhia e/ou projeto que busca financiamento, o possível devedor poderia se beneficiar dessa situação, eventualmente aceitando até taxas de juros mais caras onde, em caso de insucesso, o prejudicado será o banco.⁵⁶ YAZBEK destaca que a seleção adversa gera ineficiência pelo fato de que *“o contratado tem um estímulo para beneficiar-se de tal situação, enquanto o contratante, sabendo daquele estímulo, procura salvaguardas, oferta preços mais baixos ou mesmo, simplesmente, deixa de contratar”*⁵⁷.

Por fim, dentro da falha de mercado denominada assimetria de informações há o “risco moral” (que será tratado mais abaixo). Esse, de forma simplória, estabelece que as pessoas tendem a assumir maiores riscos quanto maior for a proteção colocada a seu dispor⁵⁸.

A assimetria de informações também contribui para a redução e liquidez e operações entre as instituições, especialmente em cenários de estresse, uma vez que as instituições não

⁵⁵ SADDI, Jairo, in *Crise e Regulação Bancária*, Editora Texto Novo, 2001, pag 60.

⁵⁶ Essa questão é semelhante aquela levantada por Akerlof, com relação a venda de carros usados. Para maiores informações acessar The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and Market Mechanism, disponível em http://www.unc.edu/~shanda/courses/plcy289/Akerlof_Market_for_Lemons.pdf

⁵⁷ YAZBEK, Otavio, *Op. cit.*, pag 41

⁵⁸ Essa definição nasce historicamente da análise das relações entre seguradoras e segurados, de onde se conclui que as pessoas que tem seguro tendem a reduzir seus cuidados e se exporem mais a riscos.

têm clareza acerca de quais bancos estão seguros e quais precisam de recursos, o que tende a contrair e enxugar toda a liquidez do mercado. Em cenários de incerteza, as instituições tendem a privilegiar a manutenção em operações de baixo risco ou mesmo em moeda corrente, evitando realizar operações que possam comprometer seu capital.

O sistema financeiro, pelos seus impactos diretos na sociedade, não deve ser tratado como simplesmente uma questão patrimonial privada entre seus agentes e os respectivos consumidores, mas devem ser regulados nacional e internacionalmente por órgãos que consigam fiscalizar e limitar os excessos das instituições evitando a geração de externalidades negativa por meio do (i) o aumento de risco sobre o sistema; e (ii) que em caso de aumento de riscos que esses impactem todo o sistema e seus consumidores.⁵⁹

As falhas de mercado e a necessidade de mitigar efeitos de crises entre as instituições financeiras são as razões básicas pela qual é necessário o estabelecimento de uma regulação do sistema financeiro⁶⁰. Para a regulação das instituições financeiras várias ferramentas podem ser utilizadas visando impedir ou mitigar os problemas decorrentes das crises, assim como evitar seu alastramento.

Dentre essas ferramentas estão a constituição de regras prudenciais (que exigem capitais mínimos e de maior qualidade dos bancos), instituição de regras como a constituição de redes de proteção, tais quais mecanismos de seguro de depósitos, estabelecimento de regimes especiais para o caso de insolvência das instituições, e operações de redesconto pelos bancos

⁵⁹ Nesse sentido YAZBEK, segundo qual “Nesse quadro, tanto a proteção dos agentes não financeiros individuais, geralmente hipossuficientes perante as instituições que lhe prestam serviços, quanto a tutela do sistema financeiro fogem à mera negociabilidade ou a soluções organizativas ‘privadas’ – a natureza daqueles riscos dificulta a criação de mercados para a sua negociação ou sua mera internalização. Impõe-se assim, para a proteção dos clientes e do sistema financeiro (do conjunto de relações e de instituições interligadas), a regulação externa, usualmente estatal, das atividades financeiras.” YAZBEK, Otavio, *Op. cit.*, pag.175-176

⁶⁰ Para maior detalhamento das razões da regulação bancária, citamos SADDI, “Em síntese, em função da especialidade dos bancos, poder-se-ia dizer que são três as razões- ou justificativas – em face das quais o Estado regula os bancos: 1. Do ponto de vista do consumidor (e cidadão), protege-lo do risco desmedido, já que os efeitos de qualquer crise bancária se alastram por toda a economia e afetam gravemente a sociedade. 2. Do ponto de vista sistêmico, garantir a eficiência, higidez e solidez do sistema, através da redução dos custos de transação e informação, ao aumentar a transparência nas operações bancárias. 3. Do ponto de vista concorrencial, garantir que não haverá competição predatória ou monopolística e que, na atividade bancária, todos serão tratados igualmente.” SADDI, Jairo, in *Op. cit.*, pag 62.

centrais⁶¹ (ou mesmo o próprio aporte de recursos pelos Bancos Centrais em instituições com dificuldades).

A constituição de regras de resolução adequadas para instituições financeiras, especialmente no caso de instituições sistemicamente relevantes busca mitigar os efeitos de eventual crise⁶². Como se identificou no capítulo 2, uma das razões do desastre do Lehman Brothers foi a falta de clareza sobre as regras de insolvência da instituição, permitindo que uma série de contratos fossem executados ao mesmo tempo contra o banco. Inclusive o *Department of the Treasury* americano justifica a necessidade de aportes de recursos públicos pela falta de regras claras de insolvência:

The federal government's responses to the impending bankruptcy of Bear Stearns, Lehman Brothers, and AIG were complicated by the lack of a statutory framework for avoiding the disorderly failure of nonbank financial firms, including affiliates of banks or other insured depository institutions. In the absence of such a framework, the government's only avenue to avoid the disorderly failures of Bear Stearns and AIG was the use of the Federal Reserve's lending authority. And this mechanism was insufficient to prevent the bankruptcy of Lehman Brothers, an event which served to demonstrate how disruptive the disorderly failure of a nonbank financial firm can be to the financial system and the economy.⁶³ (grifo nosso)

Outra forma é buscar criar incentivos para que os administradores e controladores de instituições financeiras atuem de forma adequada. FRANCO E ROSMAN entendem que a legislação nacional ao imputar responsabilidade subjetiva, porém com presunção de culpa (e inversão do ônus da prova) aos administradores e controladores de instituições financeiras, assim como a imediata indisponibilidade de bens até a apuração das responsabilidades (em caso

⁶¹ Essa operação de empréstimo de recursos pelos bancos centrais acaba por caracterizá-los como “emprestadores de última instância”.

⁶² Não é objetivo desse trabalho tratar de todos os efeitos de uma crise financeira, e nos socorremos de SADDI para apresentar suas principais características: “*O que dizer quanto às consequências das crises? Segundo B. Bernanke, uma crise bancária é, sempre e em qualquer lugar, um processo de destruição de riqueza. Por ser eivada de efeitos monetários, a oferta monetária se reduz, o crédito rareia e há uma devassidão no multiplicador bancário. Como os bancos operam com alto grau de alavancagem (ou seja, o índice de endividamento dos bancos é sempre elevado), segue-se naturalmente um efeito dominó, com o contágio dos demais bancos. O fluxo de empréstimos para as pequenas empresas se esgota e rapidamente esse esgotamento se propaga por toda a economia. A menor renovação de crédito implica em menor consumo e mais desemprego. Em breve uma recessão generalizada se instala.*” SADDI, Jairo, *Op. cit.*, pag 44.

⁶³ Department of the Treasury, *Financial Regulation Reform – A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, 2009, pag. 76. Disponível em https://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf

de insolvência) é uma forma de alinhar incentivos e tornar os administradores e controladores mais conservadores. Além disso, sugerem que a falta de regra semelhante nos EUA pode ter auxiliado na gênese da crise de 2008 e suas consequências.⁶⁴

Entretanto, a constituição de redes de proteção contra o risco sistêmico, podem estimular as instituições que assumam maiores riscos, tendo em vista que, aparentemente, há garantias suficientes no sistema, configurando-se o risco moral. Conforme destaca LUNDBERG:

O excesso de proteção também pode levar a decisões ineficientes ou induzir comportamentos inadequados, seja por negligência, seja por má fé. É o problema do risco moral (“*moral hazard*”). Os investimentos financeiros envolvem uma análise entre as opções entre liquidez, retorno e risco. Se dermos uma proteção indevida à atividade financeira, podemos eliminar o risco envolvido nessas transações. Isto poderia estimular, na melhor das hipóteses, os agentes econômicos a serem descuidados com esse fator, gerando ineficiência e má alocação de recursos. Na pior hipótese, a proteção pode servir de estímulo a algumas pessoas agirem levianamente, visando auferir algum tipo de ganho amparado na proteção.⁶⁵

Uma das preocupações com o risco moral é com a constituição dos seguros de depósitos (no Brasil administrados pelo Fundo Garantidor de Créditos – FGC). Esses seguros visam garantir depósitos até determinado valor, de forma a evitar que os depositantes (em especial os investidores de varejo) busquem sacar seus recursos das instituições financeiras em caso de

⁶⁴“O argumento desse ensaio é simples: a legislação brasileira permitiu um desenho robusto para as operações de ‘resolução bancária’ através do PROER – e a robustez tem a ver com a clareza conceitual quanto a responsabilização devida e, portanto, no tocante a incentivos e ‘moral hazard’ – de tal sorte a instalr a sensação de que as autoridades brasileiras dispunham de uma fórmula para lidar com casos de bancos ‘grandes demais para quebrar’, ao passo que nos Estados Unidos a solução construída para a Bear Stearns através das operações Maiden Lane produziram o efeito oposto e pior: a incapacidade de montar mesmo outra Maiden Lane para Lehman Brothers teria produzido uma crise sistêmica. A lição parece ser a de que o ‘defeito estrutural’ do sistema americano reside na rigidez da aplicação do princípio da responsabilidade limitada (de administradores e controladores) quando se trata de bancos. Compreende-se a indisposição de relativizar um princípio que está na base da constituição das sociedades anônimas, aqui e no exterior, e que constitui, de forma mais geral, um dos pilares básicos para a atividade empresarial. O raciocínio, todavia, é que os bancos não são como pequenos comércios, e que, quando quebram, geram danos que vão bem além do capital investido pelos acionistas na empresa. É verdade que os prejuízos gerados que bancos que quebram são de uma ordem de grandeza superior, ao menos na maior parte dos casos, que o patrimônio dos administradores e acionistas. Entretanto, a questão reside no terreno dos incentivos e do alinhamento de interesses. É de ter em conta, ademais, que a existência de ‘controladores’ facilita a aplicação dos dispositivos da lei brasileira, mas não seria tão difícil adaptar os conceitos brasileiros para o contexto americano, como se discute adiante”. (FRANCO, Gustavo H. B. e ROSMAN, Luiz Alberto Colonna, in **A Crise Bancária Norte Americana: Algumas Lições da Experiência Brasileira**, in GARCIA, Marcio e GIAMBIAGI, Fabio (Coord.), *Risco e Regulação*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2010, pag 159 – 160)

⁶⁵ LUNDBERG, Eduardo Luiz, **Rede de Proteção e Saneamento do Sistema Bancário**, pag 4. Disponível em <http://www.bacen.gov.br/ftp/redeprot.pdf>

dúvidas acerca da solvência da instituição. Entretanto, essa segurança para o investidor pode gerar risco onde a administração da instituição busque realizar operações mais arriscadas, uma vez que os eventuais ganhos não serão repartidos com os depositantes, e as perdas são cobertas pelos seguradores.⁶⁶

Outro caso emblemático é a possibilidade de realização das operações de redesconto, por meio do qual o Banco Central empresta recursos às instituições financeiras, nos limites legais (o que faz o Banco Central ser chamado de prestador de última instância). Caso essa regra não seja bem balizada, há a possibilidade de a instituição financeira assumir riscos maiores tendo a expectativa que em cenários de estresse, o Banco Central irá suprir essas instituições com recursos e consequentemente liquidez.

Dessa forma, a criação de limites para as redes de proteção visa mitigar o risco moral evitando, ao fim, a utilização de recursos públicos para salvar instituições financeiras sob dificuldades⁶⁷.

⁶⁶ De acordo com CARVALHO: “*Se existem esquemas de seguro de depósitos, em caso de sucesso em suas aplicações, os bancos obterão altos retornos, já que os depositantes não compartilham desses ganhos. Em caso de perdas, por outro lado, não é o banco que perde, mas a instituição que segura os depósitos. Assim, em suma, os bancos tendem a procurar aplicações mais arriscadas e rentáveis, porque se sua aposta der certo ganhará retornos maiores; se ela der errado, as perdas serão da seguradora de depósitos*” CARVALHO, Fernando J. Cardim de, *Regulação Prudencial na Encruzilhada: Depois de Basileia II, o dilúvio?* in PAULA, Luiz Fernando de, e OREIRO, Jose Luis (Organ.), *Sistema Financeiro: Uma Análise do Setor Bancário Brasileiro*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2007, pag 160

⁶⁷ O que não significa que essa regra não seja passível de críticas, especialmente se for mal utilizada. LOYOLA em matéria recente alerta sobre o problema que está ocorrendo nos bancos italianos: “*O cerne da questão está no fato de a legislação da UE somente permitir o uso de recursos públicos no salvamento de bancos (o "bail out"), após terem sido zerados os direitos dos detentores de bônus emitidos pelas instituições problemáticas (o "bail in"). Ocorre que, na Itália, cerca de um terço dos "bonds" emitidos pelos bancos está nas mãos de pequenos investidores, segundo um relatório do FMI. Isso significa que a aplicação estrita das regras da UE teria repercussões político sociais semelhantes a situações em que milhares de pequenos depositantes são atingidos pela quebra de bancos quando não há mecanismos de seguro depósito. No papel, a regra do "bail in" implantada pela UE parece sensata e visa mitigar os incentivos perversos do "too big to fail", que se considera uma das causas principais da crise financeira de 2008/2009. Sabedores de que serão resgatados pelos governos na eventualidade de problemas, os grandes bancos teriam incentivos para tomar riscos de maneira imprudente, configurando um caso típico de "moral hazard". O mercado (por meio dos detentores de bônus) serviria simultaneamente como "polícia" para monitorar o comportamento dos bancos e de "alarme de incêndio" para antecipar sinais de dificuldades futuras nos bancos. (...)Tal complexidade se estende igualmente aos "bonds" emitidos pelos bancos, notadamente quando representativos de dívida subordinada. Aparentemente, essa questão foi ignorada na Europa continental, haja vista a disseminação na Itália de instrumentos de dívida emitidos por bancos ("Cocos" ou não), nas mãos de pequenos investidores pouco sofisticados que agora estão sujeitos a perder todo o capital investido, ao contrário dos depositantes que gozam de garantias pelo menos até o montante de € 100 mil.*” LOYOLA, Gustavo, **Mais uma Falha Regulatória**, publicado no Jornal Valor Econômico em 01.08.2016

Isto é, em casos de existirem redes de proteção muito fortes, poderia levar ao entendimento, por parte dos agentes de mercado, que os governos iriam “salvar todos”, no caso da eclosão de uma crise. Assim, os administradores das instituições poderiam receber incentivos errados ao buscar a obtenção de maiores lucros, mesmo com a realização de operações mais arriscadas, tendo o conforto que ao final, em caso de problemas, os governos iriam salvar as instituições financeiras sob o argumento de evitar uma crise sistêmica e um contágio para todas as instituições.⁶⁸

O exemplo mais atual foi com a crise de 2008, que afetou enormemente as estruturas das instituições financeiras e da economia mundial, assim como gerou prejuízos para uma série de depositantes de bancos de grande porte (tais qual o Lehman Brothers), investidores e à economia real.

Nessa crise, o que se verificou foi que os governos centrais tiveram que aportar enormes somas de recursos para salvar uma série de instituições. Tendo em vista que essa operação foi muito criticada (especialmente pelo argumento de que os governos centrais estavam utilizando recursos públicos para salvar banqueiros), houve mudança relevante na forma de condução desse tipo de processo.

Assim, a preocupação inicial é com a saúde das instituições financeiras uma vez que na hipótese de um banco se verificar em situação de dificuldade, ele pode começar a adotar práticas pouco racionais, como a concessão de créditos mais arriscados, ou mesmo concessão de créditos adicionais a empresas insolventes (com relação ao banco), na expectativa de que elas se reergam⁶⁹, o que acarreta em um aumento do risco dentro do sistema financeiro, que pode se alastrar por todo o mercado.

⁶⁸ “Isso gera precedente que pode degenerar em política de ‘salvar a todos’. O resultado seria desestimular na administração de bancos o nível mais alto de cuidado e honestidade na gerência da instituição. Os gerentes das instituições seriam de fato levados a crer que, por mais descuidados que fossem, ao menos o clamor público gerado por eventual quebra, fonte sempre geradora de punições, seria aquietado”. SALOMÃO NETO, Eduardo, ***Direito Bancário***, Ed. Jurídico Atlas, São Paulo, 2005, pag. 512, nota de rodapé 9

⁶⁹ Nas palavras de SALOMÃO NETO: “quando a saúde financeira de um banco se vai, ele passa a atuar de forma menos racional e pode não conseguir mais cumprir esse papel. De fato, uma entidade em dificuldades passa a orientar sua atuação para sobreviver, mais do que obter lucros. Isso é tanto mais verdade quando pesam importantes sanções, patrimoniais e até criminais, como veremos, sobre os dirigentes e controladores de instituições cuja solvência seja formalmente constatada. Um exemplo disso pode ser dado por instituição que fez empréstimos agora problemáticos a cliente ou clientes em dificuldades, empréstimos cuja precariedade poderia levar a instituição à insolvência. Uma tal instituição seria fortemente tentada a conceber novos empréstimos ao devedor insolvente, na esperança de que se recupere, ao invés de adotar a alternativa mais sensata de dirigir os recursos a novos tomadores.” SALOMÃO NETO, Eduardo, *Op. cit.*, pag. 507

Outra forma de buscar evitar o risco moral é por meio da criação de regulações prudenciais que visam a constituição de regras, padrões e procedimentos para evitar que as instituições atuem com os incentivos errados. Dentro dessas normas estão a exigência de capitais mínimos, índices adequados de liquidez, evitar exposição a riscos excessivos, exigência de depósito de valores nos bancos centrais, etc.

Com relação às regras prudenciais, a experiência das últimas décadas demonstrou que é necessária uma harmonização de atuação entre todas as instituições financeiras, uma vez que, uma instituição em dificuldades pode começar a realizar atos que sejam racionais para ela, mas prejudiciais ao sistema. Isto é, o sistema precisa ser analisado como um todo e não focar individualmente em cada instituição. Como alerta LOYOLA:

Além desses problemas, a crise explicitou outra grave falha da regulação financeira, qual seja a pouca relevância atribuída ao risco sistêmico no desenho e na implementação das normas prudenciais e no processo de supervisão. Tipicamente, a regulação buscava limitar o risco de cada instituição vista isoladamente, sem focar no risco do sistema financeiro como um todo. Essa abordagem implicitamente assume ser suficiente que cada instituição seja segura para que a higidez de todo o sistema financeiro esteja assegurada. Há, porém, nessa hipótese uma falácia de composição, tendo em vista a possibilidade de que a gestão de risco por parte de cada banco individualmente possa levar a um comportamento que, coletivamente, aumenta o risco do sistema financeiro.

Na recente crise, o exemplo típico de comportamento individual que aumentou o risco sistêmico foi o processo de venda de ativos financeiros iniciado pelos bancos para reduzir seus riscos individuais. Tal comportamento contribuiu ainda mais para o colapso dos preços dos ativos e aumento da volatilidade, o que redundou num círculo vicioso que minou a saúde financeira sistêmica.⁷⁰

Nesse sentido, a função da supervisão e fiscalização dos Bancos Centrais é fundamental para evitar esse risco de contágio. Mas ela não atua sozinha, sendo necessário criar os incentivos corretos para que os administradores da instituição atuem no melhor interesse dos *stakeholders*.

É importante destacar que no mundo com instituições cada vez mais globais, é necessário o estabelecimento de regras globais sobre o sistema financeiro de forma a evitar que as instituições migrem para jurisdições com controles mais brandos, e por consequência

⁷⁰ LOYOLA, Gustavo, in *O Futuro da Regulação Financeira*, in GARCIA, Marcio e GIAMBIAGI, Fabio (Coord.), *Risco e Regulação*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2010, pag. 63-64

aumentem o risco sistêmico mundial. Nesse sentido há uma série de órgãos internacionais que visam estabelecer regras gerais e uniformes sobre o sistema financeiro, tal qual o Comitê de Basileia e FSB.

Apenas como curiosidade, uma das inovações internacionais após a crise de 2008, trata da exigência de criação de planos de recuperação pelas instituições financeiras, de forma a evitar que áreas saudáveis da instituição sejam afetadas por áreas problemáticas, seja dentro do país ou que uma filial possa transferir risco à matriz (e vice-versa). A intenção é que as operações sejam independentes, na medida do possível, de forma a permitir a resolução de parte da instituição, caso seja necessário.

Por fim, é importante destacar que as crises bancárias podem ter alguns efeitos positivos como a exclusão do mercado de agentes financeiros não eficientes, assim como a realização dos ajustes regulatórios que sejam necessários⁷¹. Nesses casos, a exclusão de participantes ineficientes permite que a intermediação financeira e a locação de recursos se dê da melhor forma possível, evitando a canalização de recursos para projetos incertos ou com alto risco de insucesso.

Além disso, cabe ressaltar a crítica apresentada por SZTAJN sobre a regulação financeira, uma vez que ela se focaria muito nos bancos comerciais e não trataria da concessão de crédito realizada fora do sistema financeiro, e que sejam transferidas ao mesmo (por meio de securitizações). Nesse caso, a professora indica que há uma possível arbitragem regulatória, uma vez que o mercado tende a buscar operações que tenham menores regras e regulamentações, e, portanto, menos fiscalização, mas que podem gerar grande impacto no sistema financeiro, incluindo a eclosão de crises⁷².

⁷¹ “Banking crises can also have positive long-term economic benefits – especially if regulators adhere to the Paul Volcker view that ‘the optimal number of bank failures is not zero’. Crises can enable more rapid restructuring of the domestic financial system, result in more prudent bank management and provide regulators the opportunity to introduce rules and regulation that result in a safer and more efficient banking and financial system. Crises can help purge excess capacity from the system, getting rid of bad banks and strengthening good banks. The downside, however, is that the transition costs may be high and a more concentrated industry structure will emerge. Greater concentration, per se, is not necessarily a bad thing, however, as long as a strong element of competition (or contestability) can be created and/or preserved.” MOLYNEUX, Philip, in **Banking Crises and The Macro-Economic Context** in Bank Failures and Bank Insolvency Law in Economies in Transition, Rosa Maria Lastra e Henry N. Schiffman, pag. 17

⁷² “Boa parte desse mercado está fora do alcance da regulação do sistema financeiro que tende a se concentrar nos bancos comerciais, vistos como o centro do sistema financeiro. Assim, a maior parte dos estudos sobre a crise sistêmica se concentra no segmento bancário. Por isso o risco tende a migrar dos setores mais regulados para os pouco ou nada regulados e fiscalizados, que seriam os menos sofisticados, conceito que deve ser revisto;

Realizada uma pequena introdução acerca das atividades desenvolvidas pelas instituições financeiras e as assimetrias informacionais, vamos agora tratar da definição de risco sistêmico e buscar identificar a razão pela qual a dificuldade de uma instituição financeira pode contagiar as demais, especialmente por meio da retirada de liquidez dos mercados.

2.2 Risco Sistêmico

O risco sistêmico pode ser definido, de forma simples, como a probabilidade de contaminação, por insolvência ou inadimplência, de uma instituição ser transmitida ao sistema e à economia⁷³. Conforme SALOMÃO NETO:

Tal extensão de efeitos de uma instituição financeira a outras, denominada crise sistêmica, pode ser causada por três fatores basicamente: (i) necessidades de caixa de credores, originadas da perda ou indisponibilidade de recursos depositados na instituição originalmente em crise, ocasionarem corridas de saques contra outras instituições, provocando crise de liquidez nestas; (ii) impossibilidade de pagamento de débitos interbancários por parte da instituição originalmente em crise; (iii) na visão do mercado serem os ativos da instituição em crise fortemente correlacionados a outros ativos de outras instituições, de forma que a flutuação para baixo do valor dos primeiros leve tendencialmente também a queda no valor dos últimos.⁷⁴

É importante destacar que a definição de risco sistêmico é geralmente embasada na questão do contágio entre as instituições, mas o que se viu na crise de 2008 foi que problemas com instituições financeiras geraram problemas para a economia real, acarretando aumento de desemprego e recessão. Dessa forma, a definição de risco sistêmico deve embasar tanto o contágio entre as instituições financeiras quanto a possibilidade de afetação da economia real⁷⁵.

o que aumenta a probabilidade de riscos sistêmicos, como se deu com a crise do mercado de hipotecas subprime. O elo mais frágil nessa cadeia está na falta de fiscalização de algumas atividades que atuam de forma paralela à do sistema financeiro na oferta de crédito e, em seguida, transferem riscos. A tensão entre operações reguladas e não reguladas dificulta a modelagem de novos riscos, sua valoração e tratamento contábil.” SZTAJN, Rachel, Op. cit., pag 157

⁷³ O General Accounting Office – GAO busca definir o risco sistêmico como “*disruption (at a firm, in a market segment, to a settlement system, etc.) could cause widespread difficulties at other firms, in other market segments, or in the financial system as a whole*”. GAO, in **LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT - Regulators Need to Focus Greater Attention on Systemic Risk**, disponível em <http://www.gao.gov/archive/2000/gg000003.pdf>

⁷⁴ SALOMÃO NETO, in Op. cit., pag. 508

⁷⁵ Nesse sentido CARVALHO: “A expressão risco sistêmico não é muito precisa. Frequentemente, ela se refere ao fenômeno do contágio, isto é, o de que instituições bancárias ‘doentes’ podem acabar fazendo com que outras instituições, em si saudáveis, acabem se tornando também doentes. Assim, é possível conceber-se que pressões sobre um banco individual possam acabar se tornando um fator de crise para todo o sistema bancário. Por outro

A grande dificuldade é identificar e determinar quais estruturas podem, em circunstâncias adversas, expor o sistema, sendo necessário a criação de regras que visem impedir ou ao menos identificar (ou ajudar a localizar) aonde e qual o tamanho de eventual problema financeiro⁷⁶.

No caso da existência de crises financeiras, somados aos riscos de crédito e confiança, ocorre naturalmente uma redução da liquidez das instituições⁷⁷, isto é, elas têm maiores dificuldades de captar recursos ou alienar ativos, o que gera um total descasamento entre os ativos e passivos da instituição, comprometendo, em última instância, a solvência das instituições.

Usualmente, a análise do risco sistêmico se baseia na definição de corridas bancárias, isto é, nos casos em que se verifica a falta de confiança no sistema financeiro (ou em alguma instituição específica) há uma corrida dos depositantes para salvar seus depósitos. Esse efeito é agravado pelo fato de que os primeiros que solicitarem resgates de seus depósitos podem receber enquanto os últimos podem ter dificuldades⁷⁸.

lado, em seu uso mais frequente, a expressão risco sistêmico designa o contágio não apenas para todo o setor bancário, mas, na verdade, para toda a economia. Desse modo, há uma ambiguidade no uso da expressão, que ora aponta para a vulnerabilidade do sistema bancário, ora aponta para a fragilidade da economia como um todo.” CARVALHO, Fernando J. Cardim de, *Op. cit.*, pag. 156

⁷⁶ YAZBEK destaca também outro problema relacionado com o risco sistêmico vinculado com a alta volatilidade dos mercados. Nas suas palavras: “*Da já referida ‘financeirização’ da riqueza e, mais concretamente, da cada vez maior incorporação de posições de risco a instrumentos negociáveis, com o aumento do volume das atividades especulativas e a integração dos mercados globais, decorre um natural aumento da volatilidade dos mercados. Alguns dos efeitos desse tipo de situação podem ser observados nas chamadas ‘bolhas especulativas’ e nas tendências de movimentação de capitais para países emergentes, com periódicas crises sofridas por estes mercados, atreladas a situações diversas. De um modo geral, é possível afirmar que também deste tipo de situação (de majoração dos riscos de mercado) advém instabilidade sistêmica, ainda que de forma indireta, na medida em que as oscilações de preços ou a ocorrência de perdas repentinas podem gerar problemas para algumas instituições, conforma sua exposição.*” YAZBEK, Otavio, in *Op. cit.*, pag. 191

⁷⁷ Os problemas da falta de liquidez são destacados por SZTAJN: “*A redução dos volumes negociados, pois diminui os lucros; a iliquidez que atinge a atividade com espiral de queda de preços, uma vez que, para obter moeda, as pessoas se desfazem de ativos, dificultando formar barreiras, construir salvaguardas (hedge) para as posições tomadas*”. SZTAJN, Rachel, *Op. cit.*, pag. 155

⁷⁸ Ainda de acordo com YAZBEK “*Com efeito, empresas não-financeiras e pessoas físicas recorrem aos bancos, no seu dia-a-dia, para depositar seus excessos de caixa, sendo que a escolha de uma instituição se baseia, em larga medida, na solidez desta. Em caso de incertezas quanto à solvabilidade da instituição eleita é natural que os clientes procurem retirar prontamente os valores ali depositados (usualmente como depósitos a vista). Os bancos são, assim, sujeitos a corridas bancárias (‘bank runs’), ou seja, à possibilidade de retiradas maciças e inesperadas de valores por clientes temerosos (Lastra, 2000, p. 71 e Llewellyn, 1999, p. 13). Tais movimentos mostram-se problemáticos ante a estrutura patrimonial das instituições bancárias.*” YAZBEK, Otavio *Op. cit.*, pag. 190

O grande problema das corridas bancárias é o descasamento entre ativos e passivos das instituições financeiras⁷⁹. De forma simplista, as instituições financeiras captam recursos por meio de depósitos (à vista ou à prazo) e utilizam esses recursos para realizar empréstimos e financiamentos, sendo em grande parte de longo prazo. Dessa forma, quando há uma corrida bancária onde os depositantes solicitem ao mesmo tempo a retirada de seus recursos, há um enxugamento da liquidez da instituição e ela poderá ter dificuldades em realizar o pagamento de todos os resgates solicitados⁸⁰. Conforme destaca Yazbek:

Ademais, aqueles créditos vincendos de que os bancos dispõem não são, de modo geral, passíveis de negociação em mercados secundários (já que ele integram relações mais ampla e, sempre, intuitu personae), o que dificulta a sua transformação em caixa para a instituição. Vale lembrar que esta situação encontra-se também na raiz de algumas inovações financeiras, permissivas da melhor administração daquela iliquidez (como os processos de securitização). Outrossim, mesmo que seja possível, em caso de necessidade, negociar aqueles créditos vincendos, muito provavelmente não se poderia atender a todas as demandas, uma vez que o horizonte temporal que se adotara para a sua constituição e avaliação era originalmente distinto (Llewellyn, 1999, p.14) – em caso de corrida bancária, um banco precisaria se desfazer de outros ativos que integram o seu patrimônio, buscando os recursos necessários no mercado secundário sob condições adversas de negociação. Desta maneira aquelas corridas podem, em última instância, desencadear uma situação de crise e provocar ou acelerar a quebra de uma instituição. Daí pode ocorrer, ainda, como usualmente se aponta, a instauração de uma crise de confiança no sistema bancário com corridas a outras instituições, afetando todo o sistema.⁸¹

Embora a intenção de reguladores seja exigir que as instituições busquem formas de captação de longo prazo, é necessário identificar as benesses advindas desse sistema

⁷⁹ O sistema norte americano denomina esse fato de *maturity transformation*, definido, de acordo com o Bipartisan Policy Center: “*The reason banks and other financial institutions are vulnerable to liquidity runs during a financial crisis is that one of their core activities is maturity transformation. Maturity transformation is the socially beneficial process by which financial institutions fund themselves with short-term borrowings and use these funds to make longer-term loans or investments in other illiquid assets. Without maturity transformation, our modern economy would grind to a halt.*” BIPARTISAN POLICE CENTER, ***Too Big to Fail: The Path to a Solution A Report of the Failure Resolution Task Force of the Financial Regulatory Reform Initiative of the Bipartisan Policy Center***, pag. 21. Disponível em <https://bipartisanpolicy.org/wp-content/uploads/sites/default/files/TooBigToFail.pdf>

⁸⁰ Nesse ponto, o mecanismo de securitização de créditos pode ser uma medida importante para gerar liquidez de forma rápida para a instituição. Assim, se por um lado a securitização possa ser considerada indesejável por transferir risco a participantes fora do sistema financeiro (tal qual investidores), retirando o risco da instituição, de outro ele permite uma capitalização rápida e eficiente da instituição, que em momentos de necessidade pode ser um mecanismo extremamente importante.

⁸¹ YAZBEK, Otavio, *Op. cit.*, pag 191

(naturalmente instável⁸²) de captação de curto prazo e depósito em longo prazo: ele permite que depositantes e poupadores depositem seus recursos em instrumentos extremamente líquidos (em alguns casos com liquidez diária), enquanto permite a concessão de financiamento de longo prazo. Essa intermediação financeira, que é a razão dos bancos comerciais, é fundamental para o desenvolvimento, criando meios razoavelmente estáveis (em situações normais) que atendam os depositantes.

A estabilidade do sistema pressupõe que há uma baixa probabilidade de que depositantes venham a exigir seus depósitos ao mesmo tempo⁸³. Dessa forma, as instituições financeiras mantêm em seus caixas apenas parte das suas obrigações, e realizam operações de financiamento (em grande parte de longo prazo) com o restante dos recursos.

Entretanto, a característica própria dos depósitos à vista, gera incentivo ao resgate imediato de valores em caso de perda de credibilidade da instituição financeira, em função de sua: (i) liquidez imediata; (ii) valor fixo em moeda legal; e (iii) resgate por fila⁸⁴. Essa última característica gera incentivo aos depositantes sacarem seus recursos no caso de qualquer dúvida sobre a credibilidade da instituição, uma vez que “*os primeiros depositantes sacam seus depósitos pelo valor integral até o esgotamento das reservas bancárias; a partir desse momento os depositantes restantes simplesmente não têm como sacar coisa alguma*”⁸⁵.

⁸² Os trabalhos realizados por Hyman Minsky buscam demonstrar que em cenários de estabilidade os participantes do mercado tendem a sair de operações de proteção para operações especulativas, o que ao cabo leva a criação de bolhas financeiras, que um dia explodem e geram crises. “In particular, over a protracted period of good times, capitalist economies tend to move from a financial structure dominated by hedge finance units to a structure in which there is large weight to units engaged in speculative and Ponzi finance. Furthermore, if an economy with a sizeable body of speculative financial units is in an inflationary state, and the authorities attempt to exorcise inflation by monetary constraint, then speculative units will become Ponzi units and the net worth of previously Ponzi units will quickly evaporate. Consequently, units with cash flow shortfalls will be forced to try to make position by selling out position. This is likely to lead to a collapse of asset values.” MINSKY, Hyman, in *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College May 1992 pag 8

⁸³ Essa é a aplicação da lei dos grandes números para o sistema financeiro.

⁸⁴ O Bipartisan Police Center apresenta um resumo da teoria de Jackson e os problemas do resgate por fila: “A run on a bank or other financial institution engaged in maturity transformation is a classic “tragedy-of-the-commons” problem. This problem arises when individuals have access to a shared resource such as fish in a shared pond. Each individual, acting independently, has an incentive to catch as many fish as possible because of the risk that other individuals will empty the pond of fish, leaving any individual who did not do so with nothing. A run on a bank or other financial institution engaged in maturity transformation is similar. Even if the institution is indisputably solvent, and every depositor or similar creditor knows it, each of them has an incentive to run if others start running to protect against the risk that the others will force the institution to sell its illiquid assets at fire-sale prices, causing it to become insolvent. If that happens, any individual who did not run will suffer losses that could have been avoided had he or she run in the first place when everyone else did.” Bipartisan Police Center, *Op. cit.*, pag. 21

⁸⁵ CARVALHO, Fernando J. Cardim de, *Op. cit.*, pag. 157

Conforme destacado esse resultado não é desejado, uma vez que como o sistema financeiro é totalmente integrado, a eventual corrida contra uma instituição pode gerar um ciclo vicioso, onde outras instituições poderão ser afetadas e sofrer também resgate de seus depósitos, pelo simples fato de uma quebra de confiança em uma instituição.

O exemplo clássico desse fenômeno foi o ocorrido durante a Grande Depressão Americana (1929/1930). Devido à queda do valor das ações na Bolsa de Nova York, milhares de investidores em pânico buscaram reaver seus depósitos perante as instituições financeiras, que não tinham como arcar com todos os pedidos de resgate e acabaram se tornando inadimplentes, agravando o cenário de caos⁸⁶.

Entretanto, a crise financeira de 2008 se mostrou devastadora não pelo fato de ter ocorrido uma corrida bancária (até mesmo porque boa parte dos bancos que passaram por dificuldades eram bancos de investimento que não aceitam depósitos à vista e possuem um *funding* de mais longo prazo), mas sim pelo fato da falta de confiança entre as instituições financeiras ter paralisado o mercado interbancário gerando escassez de liquidez para as instituições financeiras e dificuldades de corretamente precificar ativos.

Na próxima seção iremos tratar do aspecto que mais se destacou na crise de 2008, que foi a falta de liquidez para as instituições, o que acabou por impactar todas as instituições, mesmo aquelas que não tinham risco de crédito envolvido com os bancos insolventes.

2.3 Crise de Liquidez⁸⁷

⁸⁶ Destaque-se que foi essa experiência que acarretou na criação de seguros de depósito, com o intuito de evitar as corridas bancárias por parte de investidores, especialmente as pessoas físicas. Para maiores informações acessar: CALOMIRIS, Charles W. e WHITE, Eugene N., **The Origins of the Federal Deposit Insurance**, disponível em <http://www.nber.org/chapters/c6575>

⁸⁷ A definição de liquidez não é clara, usualmente é utilizada para identificar a facilidade e rapidez com que pessoas conseguem vender grandes posições de ativos sem afetar o preço desses. Entretanto, essa definição não abarca todas as possibilidades envolvidas no conceito. O Fundo Monetário Internacional, ajuda a interpretar o conceito de liquidez “*The microeconomic concept of liquidity is multifaceted. Markets participants perceive a financial asset as liquid, if they quickly can sell large amounts of the asset without adversely affecting its price. Liquid financial assets are thus characterized by having small transaction costs; easy trading and timely settlement; and large trades having only limited impact on the market price. Most of the existing literature gauging liquidity has focused on different dimensions of liquidity of individual financial assets. It is generally concluded (Baker, 1996, p.1) that there: ‘...is no single unambiguous, theoretically correct or universally accepted definition of liquidity.’ Moreover, the importance of some of the characteristics of liquid markets may change over time. For*

A definição clássica de risco sistêmico deve ser complementada pela verificação de que a quebra de confiança de uma instituição pode gerar a interrupção do mercado interbancário e por consequência a dificuldades na alienação de ativos, gerando problemas sistêmicos, como indica LOYOLA:

A crise recente mostrou que, nos mercados financeiros contemporâneos, o fenômeno da “corrida bancária” é distinto da descrição clássica de episódios históricos. Atualmente, o equivalente à “corrida bancária” é o fenômeno da venda massiva, em condições adversas, de ativos financeiros por parte de uma ou mais instituições com dificuldades de fundear suas operações no mercado. Esse movimento deprime ainda mais o preço dos ativos de mesma classe ou similares, provocando efeitos em cadeia sobre o balanço de outras instituições financeiras, tornando-as eventualmente insolventes ou forçando-as, por sua vez, a percorrer o mesmo caminho da venda de ativos, o que gera um efeito-cascata com repercussões sistêmicas negativas.⁸⁸

Dessa forma, a definição de risco sistêmico deve ser verificada não apenas pelo risco de os depositantes realizarem pedidos de saque de seus valores, mas também pelo risco de que não exista liquidez⁸⁹ suficiente para manter as operações regulares das instituições, o que pode levar à depreciação dos valores dos ativos, prejudicando sua precificação, o que impacta todas as demais instituições financeiras⁹⁰.

instance, during periods of stability, the perception of an asset's liquidity may primarily reflect transaction costs. During periods of stress and significantly chance fundamentals, prompt price discovery and adjustment to a new equilibrium becomes much more important.” (grifo nosso) FMI, in **Measuring Liquidity in Financial Markets**, 2002, pags. 4-5, disponível em <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02232.pdf>

⁸⁸ LOYOLA, Gustavo, *Op. cit.*, pag 61

⁸⁹ A liquidez auxilia o mercado de diversas formas, em especial pode ajudar na política monetária executada pelos bancos centrais, permitir uma tomada de riscos maiores pelas instituições e atrai mais investidores ao mercado. De acordo com o FMI: “*Liquid markets are generally perceived as desirable because of multiple benefits they offer, including improver allocation and information efficiency. They (i) allow a central bank to use indirect monetary instruments and generally contribute to a more stable monetary transmission mechanism; (ii) permit financial institutions to accept larger asset-liability mismatches, both regarding maturity and currency, thus fostering more efficient crisis management by individual institutions, and reducing the risk of the central bank having to act as lender of last resort for solvent but illiquid credit institutions; and (iii) render financial assets more attractive to investors collectively.*” FMI, *Op. cit.*, pag 4

⁹⁰ PINTO também destaca que a definição de risco sistêmico não deve ficar mais vinculado apenas as instituições financeiras, ou decorrentes da atividade de intermediação financeira: “*A crescente conglomeração das atividades de bancos comerciais, bancos de investimento, corretoras de valores mobiliários e companhias de seguro, entre outros, permite que, na atualidade, o risco sistêmico surja ou se propague por meio de outras atividades, que não a atividade de intermediação financeira típica dos bancos comerciais. O ‘quase’ colapso do Long-Term Capital Management (LTCM) em 1998 é um bom exemplo de como o risco sistêmico na atualidade não se restringe apenas à esfera bancária.*” PINTO, Gustavo Mathias Alves, in **Regulação Sistêmica e Prudencial no Setor Bancário Brasileiro**, Editora Almedina, 2015, pag. 171.

A preocupação de contágio entre as instituições ocorre em função da rede de contratos financeiros, a preocupação com a higidez do sistema de pagamentos, o mercado interbancário e as operações com derivativos.⁹¹ Esses contratos são essenciais para os intermediários financeiros na medida em que provêm liquidez e adequada alocação de risco entre seus participantes.

Os contratos interbancários⁹² permitem às instituições financeiras se protegerem em cenários de choques e redistribuir os ativos líquidos entre elas⁹³. Essa função contribui para a estabilidade e higidez do sistema como um todo. De acordo com o BIS “*well functioning interbank markets effectively channel liquidity from institutions with a surplus of funds to those in need, allowing for more efficient financial intermediation*”⁹⁴.

Assim, o problema do risco sistêmico em caso de insolvência de uma instituição é rapidamente repassado para todo o mercado em função do travamento do mercado interbancário (e consequente falta de liquidez) e a dificuldade de encerrar posições em aberto e encontrar compradores para determinados ativos.

ACEMOGLU indica duas preocupações decorrentes desses cenários (i) as vendas forçadas de ativos por um participante podem criar precificação negativa para o mesmo ativo que detenham ativos semelhantes; e (ii) a retirada de liquidez por um participante pode acabar levando a uma reação em cadeia sobre as demais instituições.⁹⁵

⁹¹ FREIXAS, Xavier, PARIGI, Bruno e ROCHET, Jean-Charles, in *Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank*, pag 1, disponível em https://www.dnb.nl/binaries/sr047_tcm46-146825.pdf

⁹² Para uma descrição mais detalhada do significado e função do mercado interbancário citamos estudo do BIS: “*Interbank transactions are a familiar aspect of banking business. At any moment, some banks may find that they can attract more deposits than they can use, while others may be unable to exploit lending opportunities because of a shortage of funds; so non-bank depositors and end-users can more efficiently be brought together if banks transfer funds between themselves. (...) as well as making it easier for banks to adjust the volume of their assets and liabilities, the interbank market also permits banks to manage the interest and exchange rate risks which arise from their customer business.*” BIS, in *The International Interbank Market – a Descriptive Study*, 1982, pages. 9-10, disponível em <https://www.bis.org/publ/econ8.pdf>

⁹³ FREIXAS, Xavier, MARTIN, Antoine e SKEIE, David, in *Bank Liquidity, Interbank Markets, and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank Of New York Staff Reports nº 371, 2009, pag 2

⁹⁴ BIS, *The interbank market during a crisis*, 2001, pag 1, disponível em <https://www.bis.org/publ/work99.pdf>.

⁹⁵ “In particular, (i) the fire sales of some assets by a bank may create distress on other institutions that hold similar assets; and (ii) withdrawal of liquidity by a bank (for example, by not rolling over a repo agreement or increasing the haircut on the collateral) may lead to a chain reaction playing out over the financial network.” ACEMOGLU et Al, in *Systemic Risk And Stability In Financial Networks*, pag. 587. Disponível em <http://www.columbia.edu/~at2761/Contagion.pdf>

ROE denomina esse cenário de “*colateral-value contagious*” por meio do qual pessoas começam a simultaneamente vender ativos similares, depreciando seus preços, caso os mercados não sejam totalmente líquidos.⁹⁶

Resumindo, para definir risco sistêmico, usamos a definição de SCHWARCZ⁹⁷:

Sintetizando esses fatores, podemos alcançar uma definição risco sistêmico: o risco de (i) um choque econômico, decorrente de insolvência no mercado ou instituições desencadear (através de um pânico ou de outra forma) (X) a falha em cadeia de mercados ou instituições ou (Y) uma cadeia de perdas significativas para instituições financeiras, (ii) resultando em aumentos no custo de capital ou diminuição de sua disponibilidade, muitas vezes evidenciada pela volatilidade substancial dos preços dos mercados financeiros. (tradução livre)

Essa nova forma de analisar o risco sistêmico é importante para compreendermos a crise ocasionada pela insolvência do Lehman Brothers. A demanda por liquidez (e moeda) em situações de estresse acarreta na depreciação do valor dos ativos e ao contágio entre as instituições, em decorrência da venda forçada desses ativos⁹⁸.

Nesses casos, o contágio pode afetar inclusive instituições que não estão operando com a instituição insolvente, e que são saudáveis, sendo contagiada simplesmente pela mudança de preços dos ativos ou problemas em obter fontes de recursos.

A dificuldade é conseguir identificar o limite ideal entre conectividade das instituições financeiras e a possibilidade de risco de contágio, uma vez que, conforme estudo elaborado por ACEMOGLU, para choques pequenos, a existência de conexão entre as instituições ajuda a amortecer esses choques. Entretanto, se o choque for de grande magnitude, a existência de

⁹⁶ ROE, Mark J., in *Op. cit.*, pag 545.

⁹⁷ SCHWARCZ, Stevel L, in **Systemic Risk**, The Georgetown Law Journal, Vol 97:193, pag 204. Além disso, é importante fazer a ressalva do autor de que esse é um conceito econômico e não político: “*systemic risk is an economic, not a political, definition. It should not be used uncritically as an ex post political label for any large financial failure or downturn*”

⁹⁸ Para uma definição de risco de contágio, utilizamos o conceito identificado no relatório do *Bipartisan Policy Center*, pelo qual: “*A contagious panic is characterized by a strong, sudden and unexpected preference for cash rather than claims against private-sector financial institutions, triggered by some sort of unexpected common shock such as a sudden drop in the national or global values of an important asset such as real estate, which in turn undermines the public’s confidence in the financial system. Economists call a preference for cash a liquidity preference.*” *Bipartisan Policy Center, Op. cit*

interconectividade entre as instituições financeiras ajuda a contagiar os participantes, ao invés de amortecer os efeitos negativos, em função da falta de liquidez e venda forçada de ativos. Em suas palavras:

We show that as long as the magnitude (or the number) of negative shocks is below a critical threshold, a more diversified pattern of interbank liabilities leads to less fragility. In particular, all else equal, the sparsely connected ring financial network (corresponding to a credit chain) is the most fragile of all configurations, whereas the highly interconnected complete financial network is the configuration least prone to contagion. In line with the observations made by Allen and Gale (2000), our results establish that, in more complete networks, the losses of a distressed bank are passed to a larger number of counterparties, guaranteeing a more efficient use of the excess liquidity in the system in forestalling defaults.

We also show, however, that when negative shocks are larger than a certain threshold, the second view on the relationship between the structure of the financial network and the extent of contagion prevails. Now, completeness is no longer a guarantee for stability. Rather, in the presence of large shocks, financial networks in which banks are only weakly connected to one another are less prone to systemic failures.⁹⁹

Quando se analisa sobre esse viés, a crise financeira ocorrida em 2008 pode ser melhor compreendida. Não é intenção desse trabalho analisar e aprofundar esse tema, mas a grande dificuldade na crise foi a necessidade de prover liquidez ao sistema financeiro. Dessa forma, a atuação dos Bancos Centrais (independente da forma, se por meio de capitalização, compra de ativos, ou financiamento) foi realizada com a intenção de prover liquidez ao sistema financeiro, permitindo que o mercado interbancário funcionasse adequadamente, evitando que outras instituições tivessem os riscos de crédito de contraparte aumentados e, por consequência, dificuldade no cumprimento de suas obrigações de pagamento.

O caso do vencimento antecipado dos derivativos de balcão do Lehman Brothers auxiliou esse cenário de crise, uma vez que a instituição se viu forçada a liquidar e pagar uma série de obrigações, sem ter recursos suficientes.

A maior crítica nesse caso, referiu-se à dificuldade de resolver uma instituição onde todas (ou grande parte) das suas contrapartes venceram antecipadamente seus contratos. Esse cenário é inviável pois gera um total descompasso entre os ativos e passivos da instituição, além de exigir que a instituição financeira aliene (em um mercado sem liquidez) uma grande quantidade de ativos.

⁹⁹ ACEMOGLU, at Al. *Op. cit.*, pag. 586

No próximo capítulo iremos tratar da definição dos derivativos e acordos de compensação. O objetivo é caracterizar essas operações e apresentar suas funções, de forma a identificar sua importância para o sistema financeiro. No mesmo capítulo vamos definir os acordos de compensação e apresentar as críticas a esse instrumento.

3 DOS DERIVATIVOS

Nesse ponto, é importante buscar uma definição do que seriam as operações de derivativos, especialmente sua função de transferência de risco de forma de proteção.

Embora, como veremos nos próximos parágrafos, os derivativos possam ser utilizados como forma de investimento (denominados especulativos) a sua origem é basicamente como forma de mitigação (e transferência) de risco que visa gerar proteção às partes¹⁰⁰.

A correta conceituação de derivativos, ou ao menos a correta definição jurídica de derivativos, não é tarefa simples, especialmente quando é necessário identificar sua função de proteção. Usualmente os derivativos são definidos como contratos cujo valor deriva do valor futuro de um bem, ativo ou instrumento financeiro¹⁰¹.

¹⁰⁰ SALOMÃO NETO apresenta um histórico sobre esses instrumentos “*Os derivativos são novas modalidades de operações financeiras surgidas durante a década de 80, principalmente. Duas causas certamente concorreram para seu aparecimento: a crescente desregulação e liberalização dos mercados financeiros e de capitais, bem como a tendência de taxas de juros e câmbio a movimentarem-se de forma pouco previsível, influenciadas por causas como alta inflação. Em resposta a isso, surgem produtos financeiros que permitem proteção contra as flutuações mencionadas, ou alternativamente facultam a possibilidade de se auferir ganhos a partir de tais flutuações. Naturalmente, quem procura a proteção o faz em relação à dívida, cujo valor quer sujeitar a um teto máximo, ou a ativo cujo valor quer preservar. Por outro lado, tal interesse frequentemente encontra por contrapartida o desejo especulativo da outra parte da transação, que procura obter proteção para posição inversa ou obter ganhos extraordinários em troca da proteção que se obriga a fornecer.*” SALOMÃO NETO, Eduardo, *Op. cit.*, pags. 324-325

¹⁰¹ Conforme a definição de SATIRO “*Derivativos são contratos cujo valor deriva da expectativa de valor de outro ativo ou instrumento. Têm duas características marcantes: a referência direta a certo ativo ou índice e a uma data final de liquidação ou execução, que via de regra se dá por diferença. Dessa forma, o valor de um derivativo decorre (“deriva”) da expectativa do valor futuro do chamado “ativo subjacente”, conforme a terminologia da Lei n. 10.303/2001 e que pode ser tanto a cotação de uma ativo no mercado à vista, como taxas de juros, índices de inflação, índices de bolsa, ou, mais recentemente, até mesmo indicadores meteorológicos.*” SATIRO, Francisco, in ***Derivativos de Bolsa***, in KUYVEN, Luiz Fernando Martins, *Temas Essenciais em Direito Empresarial – Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*, Saraiva, 2011, pag. 590 É importante destacar que essa definição vem dos próprios manuais de economia. HULL define as operações de derivativos como “*os contratos futuros e de opções são exemplos do que chamamos de derivativos ou produtos derivativos, que podem ser definidos como títulos cujos valores dependem de outras variáveis mais básicas. Uma opção da ação da IBM, por exemplo, é um derivativo, porque seu valor depende do preço da ação da IBM; um contrato futuro de trigo também é um derivativo, pois seu valor depende do preço do trigo; e assim por diante.*” HULL, John, in ***Introdução aos Mercados Futuros e de Opções***, Cultural, São Paulo, 2000, PAG. 13

Entretanto, como indica YAZBEK¹⁰² “*tal definição apenas descreve o efeito econômico daqueles instrumentos, não ajudando a identificar sua natureza jurídica.*”¹⁰³ E a grande dificuldade é buscar entender que existem diversas modalidades de derivativos, distribuídos e negociados de diferentes maneiras¹⁰⁴, o que demanda especial atenção dos reguladores¹⁰⁵. Dessa forma, uma definição muito ampla embora correta, acaba não identificando as principais funções do instrumento.

Destaque-se que a dificuldade de definição não é exclusiva ao Brasil. Nos Estados Unidos há grande discussão sobre a matéria, principalmente nos contratos negociados de forma bilateral entre particulares e que não necessitam de qualquer tipo de intermediação. Neste caso, os derivativos não se encaixam em quaisquer das áreas objeto de regulação do mercado financeiro norte-americano: sistema bancário, *commodities* e *securitizes*. Em decorrência disso, existem por vezes incertezas acerca das fronteiras regulatórias entre a *Securities and Exchange Commission* (SEC), encarregada da fiscalização do mercado de capitais, e da *Commodities Futures Trading Commission* (CFTC), *que fiscaliza os mercados futuros.*¹⁰⁶

¹⁰² YAZBEK, Otavio, *Op. cit.*, pag. 100

¹⁰³ CHEDIAK questiona não apenas a falta de conceito como também a necessidade e efetividade de caracterizar os derivativos como valores mobiliários. “*A definição mais comum para derivativos é a de que estes seriam ativos que teriam seu preço derivado do preço à vista dos respectivos ativos subjacentes. Tal definição – ampla e meramente doutrinária – não é suficientemente precisa para, por si só, ser utilizada em âmbito jurídico. A dificuldade de encontrar uma clara definição para os derivativos trará, certamente, nova confusão para o conceito de valor mobiliários (...). Quando se insere determinado instituto jurídico em uma categoria, o que se pretende é estender a regulação de tal categoria ao novo instituto. Ao se tratar derivativo como valor mobiliário, o que se está fazendo, na prática, é estender a regulação dos valores mobiliários aos derivativos. Essa não parece ser a melhor solução. Uma coisa é inserir as operações com derivativos no âmbito do mercado de valores mobiliários e, por consequência, submetê-las à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários. Outra coisa é tratar os derivativos como valores mobiliários.*” CHEDIAK, Julian, ***A Reforma do Mercado de Valores Mobiliários***, in *A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, Coord. Jorge Lobo, 2002, pag 536-537

¹⁰⁴ HULL já identificava a existência da inovação financeira realizada com derivativos, apresentando que esses instrumentos eram capazes de se adequar de forma mais precisa às necessidades de cada cliente. “*Nos últimos anos, os bancos de investimento têm sido muito criativos no desenvolvimento de novos produtos derivativos, com o intuito de satisfazer às necessidades de seus clientes. Normalmente, tais títulos não são negociados em bolsa, mas vendidos no mercado de balcão por instituições financeiras a seus clientes ou incorporados à emissão de ações ou títulos para torna-los mais atrativos aos investidores. Alguns desses títulos derivativos são semelhantes aos contratos futuros e de opções negociados em bolsa; outros são bem mais complexos. A possibilidade de desenvolver títulos derivativos novos e interessantes parece ser realmente ilimitada.*” HULL, John, *Op. cit.*, 2000, pag. 13

¹⁰⁵ O Colegiado da CVM parece apontar para esse ponto, conforme identificado no Processo CVM RJ 2003/0499, segundo o qual “*o grande desafio que a CVM vai encontrar nesse particular, futuramente, é notar as diferenças que existem entre a forma de regular derivativos e outros valores mobiliários. E reconhecer ainda que nem todos os derivativos devem ser regulados da mesma forma e saber que não regular é também uma decisão regulatória. Deverá também reconhecer as diferenças regulatórias evidentes entre os derivativos ofertados publicamente e aqueles que apenas são negociados em mercados, sem oferta pública. Deverá saber avaliar as diferenças entre os derivativos negociados em bolsa e aqueles negociados em mercado de balcão*”.

¹⁰⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, ***Mercado de Derivativos no Brasil: Conceitos, Produtos e Operações***, 2015, pag. 13. Disponível em

Para uma definição mais objetiva, preferimos conceituar derivativos como instrumentos que têm como principal objetivo propiciar mecanismos de transferência de riscos entre os agentes econômicos a partir de suas necessidades¹⁰⁷. A demanda por mecanismos que limitem os riscos das partes diante de determinados cenários, viabilizado por meio de sua transferência, é que gerou a necessidade de criação de tais instrumentos. Conforme indica a CVM:

Dadas as diferentes curvas de utilidade entre os agentes econômicos, o desenvolvimento de mercados especializados em mecanismos de transferências de risco ocorreu naturalmente. Para eventos típicos da vida civil (ex: desastres, morte, doenças que necessitem internação etc.), foram desenvolvidos produtos específicos pelo mercado segurador. Para os riscos inerentes aos mercados financeiros (ex: preços de ativos, crédito) foram desenvolvidos contratos derivativos.¹⁰⁸

Usualmente se divide os participantes do mercado de derivativos em 3 (três) categorias (i) *hedgers*; (ii) especuladores; e (iii) arbitradores. Os primeiros são aquelas pessoas que buscam realizar operações de proteção, isto é, pretendem limitar sua exposição a determinado ativo e/ou cenário. De acordo com SZTAJN, o *hedge* “*pode ser encarado como a participação em mercado futuro para evitar ou reduzir a exposição ao risco no mercado à vista*”¹⁰⁹.

O especulador, ao contrário, não realiza operações nesse mercado como forma de proteção e, sim, como forma de investimento para obter lucro. Sua atuação visa simplesmente

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro-TOPDerivativos.pdf>

¹⁰⁷ Em sentido semelhante, YAZBEK dispõe que os derivativos são originalmente forma de proteção dos investidores: “*Os derivativos destinam-se, ao menos em sua origem, a outorgar proteção aos agentes econômicos contra certos riscos financeiros – notadamente aqueles decorrentes da oscilação de preços e taxas (os citados riscos de mercado, portanto), sendo, assim, operações de ‘hedge’ (ou de proteção).*” YAZBEK, Otávio, *Op. cit.*, pag. 100. No mesmo sentido EIZIRIK: “*Assim, a finalidade precípua dos derivativos consiste em conferir aos agentes econômicos um mecanismo efetivo de proteção contra riscos de oscilações de preços assumidos em função de suas aplicações.*” EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariadna, PARENTE, Flavia e HENRIQUES, Marcus de Freitas, in *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, Renovar, Rio de Janeiro, 2011, pag. 115

¹⁰⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Op. cit.*, pag. 12

¹⁰⁹ SZTAJN, Rachel, in *Futuros e Swaps – Uma Visão Jurídica*, Editora Cultural Paulista, 1999, pag 189. Ainda de acordo com a autora, “*a vantagem do hedge é a redução do risco envolvido nas operações de compra e venda ou de posições financeiras, permitindo flexibilidade no planejamento e facilitando financiamentos. Importadores, fundos de previdência privada e seguradoras, assim como titulares de carteiras de investimento, têm interesse na defesa das posições contra riscos de volatilidade de câmbio, juros e valores mobiliários (índices).*”

negociar determinados contratos de forma a obter resultados positivos, por meio da alta ou baixa dos preços dos ativos subjacentes, mas sem se vincular a eles. Conforme indica YAZBEK:

Essa natureza financeira das operações permite a participação no mercado de um outro tipo de agentes, que não necessariamente estejam expostos às condições do mercado físico do ativo subjacente – os especuladores. Em larga medida, o crescimento recente dos mercados de derivativos está relacionado a tais possibilidades de ganho especulativo. Desta maneira, Miller assevera que, quando do surgimento dos primeiros derivativos exclusivamente financeiros nos Estados Unidos, na década de 1970, diversos agentes vislumbraram a possibilidade de auferir ganhos sem submeter-se à rígida estrutura regulatória aplicável aos demais mercados. Longe de ser propriamente um fato negativo, a existência de especuladores mostra-se importante para o desenvolvimento do mercado de derivativos, ao prover-lhes maior liquidez e permitir aos *hedgers* maiores possibilidades.¹¹⁰

O termo “especuladores” não apresenta as melhores características, mas é importante destacar que essa figura tem papel “*fundamental no mercado futuro, pois é o único que busca e toma riscos de uma forma mais clara e assim viabiliza a outra ponta da operação do hedger, fornecendo liquidez ao mercado*”¹¹¹

É nessa figura que se apresenta uma das maiores características das operações com derivativos, que é a possibilidade de alta alavancagem. Isto é, a compra de instrumentos de derivativos é mais barata do que comprar o ativo à vista. Assim, com um gasto inicial relativamente pequeno (frente ao ativo à vista) será possível assumir uma grande operação especulativa.

Nesse ponto é importante destacar que em grande parte das operações de derivativos sua liquidação é financeira (isto é, não depende da entrega do ativo subjacente). Isso torna o mercado especialmente atrativo para os especuladores, já que esses não têm interesse em obter o ativo subjacente, mas apenas os resultados (positivos ou negativos) advindos da operação.

Dessa forma, ao adicionar posições de derivativos a seus investimentos, você pode aumentar a rentabilidade total a um custo mais barato.

¹¹⁰ YAZBEK, Otavio, *Op. cit.*, 101

¹¹¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Op. cit.*, pag. 47

Por fim, há a figura dos arbitradores, que são pessoas que operam com ativos semelhantes em dois ou mais mercados e buscam obter lucros em decorrência da diferença de preços desses mesmos ativos em mercados diferentes.¹¹²

Como mercados em que são operados, os derivativos se dividem em (i) termo; (ii) futuros; (iii) opções; e (iv) *swaps*¹¹³. Os primeiros são compromissos de comprar ou vender determinado ativo numa data específica no futuro, por um preço previamente estabelecido, ocorrendo a liquidação na data de seu vencimento. Os contratos futuros são semelhantes aos a termo e são exclusivamente negociados em bolsas de mercadorias e futuros. A principal diferença entre eles é que no mercado a termo “*os compromissos são liquidados integralmente nas datas de vencimento; no mercado futuro, esses compromissos são ajustados financeiramente às expectativas do mercado acerca do preço futuro daquele bem, por meio do procedimento de ajuste diário (que apura perdas e ganhos)*”.¹¹⁴

O mercado de opção representa o direito de comprar ou de vender certa quantidade de um bem ou ativo, por preço determinado, para exercê-lo em data futura prefixada. Sua definição é próxima dos contratos a termo e futuros, mas, conforme HULL “*o titular de uma opção tem o direito de fazer algo; esse direito, porém não precisa ser exercido.*”¹¹⁵ Esse fato diferencia os contratos futuros dos de opções, pois o comprador de um contrato futuro assume um

¹¹² De acordo com YAZBEK: “*Existe ainda um terceiro tipo de agente que opera nos mercados de derivativos, de forma relativamente similar à do especulador e, não raro, com aquele se misturando – é o ‘arbitrador’, um participante que atua em diferentes mercados a fim de obter ganhos decorrentes de diferenciais de preços entre eles. A rigor, os arbitradores observam as diferenças de preços em mercados distintos para um mesmo instrumento ou de instrumentos cujos preços guardem alguma correlação e, sabendo que esses preços tendem a convergir em algum momento, realizam suas operações. Assim, por exemplo, se um mesmo produto está sendo negociado em uma bolsa a um preço mais alto do que em outra, o arbitrador pode vendê-lo onde ele é mais caro e compra-lo onde ele é mais barato – a convergência dos preços, com a esperada queda de um e o aumento do outro, gera os ganhos daquele agente. Esse tipo de atuação, naturalmente aumenta a oferta dos bens mais valorizados e a procura dos menos valorizados, levando à esperada convergência de preços. Ante o grau de integração dos mercados na atualidade e os avanços da tecnologia da informação, as oportunidades de arbitragem tendem a ser fugazes, rapidamente se esgotando.*” YAZBEK, Otavio, *Op. cit.*, pag. 101-102

¹¹³ Não é intenção desse trabalho analisar detalhadamente os tipos de derivativos existentes, razão pela qual vamos apresentar um pequeno resumo de cada um deles.

¹¹⁴ CVM, *Op. cit.*, pag. 52. Para uma explicação sobre ajustes diários: “*O ajuste diário no mercado futuro corresponde ao mecanismo por meio do qual as posições mantidas em aberto pelos clientes são acertadas financeiramente todos os dias, segundo o preço de ajuste do dia. Trata-se da diferença diária que a parte vendedora recebe da parte compradora quando o preço no mercado futuro cai, e paga quando o preço sobe. Esse mecanismo implica a existência de um fluxo diário de perdas ou ganhos na conta de cada cliente de forma que, ao final do contrato, todas as diferenças já tenham sido pagas. Contribui, assim, para a segurança das negociações, já que, a cada dia, as posições dos agentes são niveladas.*” CVM, *Op. Cit.*, pag. 54

¹¹⁵ HULL, John, *Op. cit.*, 2000, pag. 4

compromisso de comprar um bem por determinado preço numa data futura. Por sua vez o detentor de uma opção poderá escolher se exerce ou não seu direito numa data futura¹¹⁶.

Os contratos de *swap* têm uma lógica de operação diferentes. Pode ser definido como o contrato pela qual duas partes celebram a permuta (troca) de fluxos de caixa futuros de acordo com uma fórmula pré-determinada. Nesse sentido, CORDEIRO FILHO informa que nesse derivativo “há permuta de dois fluxos financeiros calculados, distintamente, em cima de um valor referencial (valor nocional) compensando-se os valores monetários de tais fluxos, em determinada (s) data (s), como regra geral”.¹¹⁷

O que se verificou nas últimas décadas foi a busca crescente de contratos que permitissem dar proteção aos agentes ou transferir o risco de determinados contratos. Dentre essas inovações se destacam a maior securitização de produtos financeiros, a cessão de risco de crédito para terceiros, permitindo uma maior segurança na emissão de títulos de dívida, assim como aumento nas hipóteses de proteção por meio das operações de *hedge*.

Além disso, podemos indicar que os derivativos auxiliam na obtenção de preços dos ativos, assim como aumentam a liquidez de determinados mercados, o que é benéfico para o ativo.¹¹⁸ De acordo com a CVM:

¹¹⁶ HULL, John, *Op. cit.*, 2000, pag. 4. Para um maior detalhamento da operacionalização de opção HULL “Há basicamente dois tipos de opções: calls (opções de compra) e puts (opções de venda). Na opção de compra, o detentor (titular ou comprador da opção) tem o direito de comprar um ativo em certa data por determinado preço. Na opção de venda, o detentor tem um direito de vender um ativo em certa data por determinado preço. O preço do contrato (valor futuro pelo qual o bem será negociado) é conhecido como preço de exercício (strike price ou exercise price) e sua data (o dia que a posição será exercida) é conhecida como data de vencimento (expiration date, exercise date ou maturity date). Uma opção europeia pode ser exercida somente na data de vencimento. Uma opção americana pode ser exercida a qualquer momento, até o vencimento.” HULL, John, *Op. cit.*, 2000, pag. 4.

¹¹⁷ CORDEIRO FILHO, Ari, in *Swaps, Aspectos Jurídicos, Operacionais e Administrativos*, Forense Universitária, 2000, pag 7. O autor ainda informa que “o swap também não é, em sentido estrito, um contrato de futuro (futures), embora seja um contrato de liquidação futura, como outros tantos. A liquidação, no swap, não ocorre por diferença entre um preço ajustado e cotação de mercado de um subjacente, em datas futuras, em face de contratos padronizados, negociados em bolsas ou sistemas eletrônicos (contrato futuro simples, futures). Muito menos um contrato de balcão, não negociado em bolsa (não padronizado, forwards), que pressuponha a entrega física futura de mercadorias ou títulos. A liquidação do swap ocorre por diferença entre fluxos de valores, calculados de forma diferente sobre subjacente idêntico em cada fluxo, ou até calculados em função de subjacentes distintos em cada um dos fluxos.” COREIRO FILHO, Ari, *Op. cit.*, pag 7-8

¹¹⁸ Para uma descrição completa dos benefícios dos derivativos, citamos ACHARYA: “Another important benefit is the information that can be extracted from various derivatives. Price discovery is one aspect of it. Some examples include the ABX indices (i.e., portfolio of collateralized debt obligations (CDOs) of subprime mortgages) which were one of the first instruments to provide information to the marketplace on the deteriorating “subprime” securitization market; exchange traded funds (i.e., ETFs) which provide information on the prices of securities ahead of the stale indexes (e.g., SPY vs. SPX); and option prices on individual equities which reveal

O mecanismo de funcionamento do mercado futuro imprimiu característica importante na negociação para liquidação futura: a competitividade. A homogeneidade dos produtos, a transparência e a velocidade das informações e a livre mobilidade de recursos permitem que os preços se ajustem conforme as leis de mercado, ou seja, de acordo com as pressões de oferta e procura. Como os participantes podem entrar e sair do mercado a qualquer momento, os futuros tornaram-se muito importantes para as economias em face de sua liquidez.¹¹⁹

Os contratos de derivativos, em especial os derivativos de balcão estiveram no centro da crise financeira de 2008, o que fez com que esses contratos, e especialmente os investidores especuladores, fossem identificados como “culpados” pela derrocada financeira, uma vez que se utilizaram da maior flexibilidade desses ativos, com sua possibilidade de alavancagem e falta de regulação como forma de buscar resultados positivos cada vez maiores.

Entretanto, cabe destacar a consideração realizada por ACHARYA, que os problemas não foram os instrumentos de derivativos, mas a forma como foram negociados e liquidados (o que faz referência ao objeto dessa dissertação) e como eles foram utilizados por determinadas instituições financeiras que aumentaram sua exposição a determinados ativos (em especial os ativos imobiliários)¹²⁰.

3.1 Dos Derivativos de Balcão

Os derivativos de balcão¹²¹, ou não padronizados, são denominados no exterior como OTC Derivatives (que significa *over the counter derivatives*), e são derivativos livremente

private information more quickly into the market. Derivatives also allow market participants to extract forward looking, as opposed to historical, information. For example, it is commonplace now to back out volatility, skewness (e.g., crash risk) and kurtosis (e.g., fat tails) of an underlying asset from option prices on that asset. Such information is used, among others, by central banks in making policy decisions, investors for risk and return decisions on their portfolios and corporations for managing financial risk. Another example is the expected Fed rate decision obtained from Fed Funds Futures. An additional positive advantage is the enhancement of liquidity. Adding derivatives to an underlying market has two effects; (i) it brings to the market additional players who use the derivatives as a leveraged substitute to trading the underlying, and (ii) derivatives provide a hedge to market makers allowing a reduction in transactions costs through a lower bid-ask spread. By and large, spot markets with derivatives have more liquidity and thus lower transaction costs than markets without derivatives.” ACHARYA et al, 2009, *Derivatives – The Ultimate Financial Innovation*, pag 2. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~mbrenner/research/derivatives.pdf>

¹¹⁹ CVM, *Op. cit.*, pag. 52

¹²⁰ “We feel this opinion on derivatives is misguided. The problem is not with the derivatives as an instrument, but with (i) the way they were traded and cleared, and (ii) how they were used by some financial institutions to increase their exposure to certain asset classes.” ACHARYA, *Id.*

¹²¹ O contraponto aos derivativos de balcão são os derivativos de bolsa, para qual utilizamos a definição de VIEIRA NETO: “Os derivativos de bolsa são contratos cujas cláusulas – por exemplo, valor financeiro, data de vencimento, critérios de marcação a mercado, horários de negociação, limites de oscilação de preços, etc. –

negociados pelas partes, especialmente instituições financeiras, sem padronização ou a interposição de contrapartes centrais. Conforme VIEIRA NETO:

Os derivativos de balcão, por sua vez, possuem cláusulas mais flexíveis que os de bolsa, as quais são livremente pactuadas entre as partes interessadas. Em muitos casos, são operações negociadas entre instituições financeiras e seus clientes, sendo que nada impede a negociação diretamente entre as referidas instituições. Em geral, o maior grau de flexibilidade dos derivativos de balcão permite melhor atendimento das necessidades de *hedge* particulares de cada contraparte.¹²²

Nos mercados de balcão (i) as operações não são padronizadas, assumindo as mais diversas feições, conforme as necessidades das contrapartes envolvidas (é este o *locus* em que surgem os chamados “derivativos exóticos”); (ii) são negociadas diretamente entre as partes, com a participação de intermediários financeiros, seja na intermediação, seja como contrapartes; e (iii) são liquidadas diretamente entre as partes, que, para melhor administrar a sua exposição ao risco de crédito (o risco de um inadimplemento), podem adotar soluções as mais diversas, como a constituição de garantias, os acordos de compensação (“*netting*”) e outras, sempre de natureza privada¹²³.

Cabe a observação de YAZBEK de que atualmente vem aparecendo sistemas mais ou menos centralizados para a realização de operações de balcão, o que faz com que as tradicionais diferenças entre os mercados de bolsa e os de balcão venham se tornando de identificação cada vez mais difícil.¹²⁴

são definidas e publicadas pela bolsa que desenvolveu o contrato e que o oferece para negociação. A padronização das cláusulas contratuais torna possível a negociação do contrato em ambiente de pregão, que pode ser de viva voz ou eletrônico, este último constituindo a tendência atualmente predominante. ” VIEIRA NETO, Cicero, *Op. cit.*, pag. 276

¹²² VIEIRA NETO, Cicero, *Ibid*, pag. 277

¹²³ YAZBEK, Otavio, *Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão*, pag 3. Disponível em https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1041837/mod_resource/content/1/YAZBEK%20-%20Derivativos%20balcao%20-%202011.pdf

¹²⁴ YAZBEK, Otavio, *Op. cit.*, pag 4

Embora a sua característica inicial seja a falta de padrão, com o tempo foram criados padrões para permitir uma negociação mais célere desses ativos, também sendo constituída a *International Swap and Derivatives Association (ISDA)*¹²⁵.

De forma a tornar essas operações padronizadas, a ISDA criou o “*Master Agreement*” que é um contrato abrangente (guarda chuva) que não cria, inicialmente, nenhuma obrigação para as partes, mas apenas regula como deverão ser entendidas as futuras obrigações.

A criação de um contrato padrão, que fosse aceito internacionalmente, permitiu um desenvolvimento desse mercado. As contrapartes tiveram uma redução de seus custos de transação¹²⁶, por meio da diminuição do tempo gasto com a negociação de cláusulas e redação de contratos.¹²⁷

Para realizar uma operação, é necessário a celebração de mais 2 (dois) documentos, a “*Schedule*” (aditivo) e a “*Confirmation*” (confirmação). De acordo com SALOMÃO NETO, os documentos se relacionam da seguinte forma:

O “*Master Agreement*” é bastante abrangente e genérico, trazendo em seu corpo opções para as partes sobre pontos negociais, tais como foro competente (que pode ser Nova York ou Londres, segundo o modelo contratual). Diante disto, as partes celebram o “*Schedule*”, onde dão contornos mais precisos para as suas transações e fazem as escolhas indicadas no “*Master Agreement*”. O “*Schedule*” permite que o conteúdo do “*Master Agreement*” seja complementado ou alterado, sem mudanças físicas em seu texto, as quais devem constar unicamente do “*Schedule*”, simplificando-se a leitura das cláusulas por conhecedores do assunto. De fato, o interprete de tais contratos que conheça o conteúdo do “*Master Agreement*” pode dirigir-se unicamente ao “*Schedule*”, sabendo que o texto do “*Master Agreement*” sempre permanece o mesmo. Deve-se notar que o “*Schedule*” também é um contrato que apenas dá contornos mais precisos às futuras operações das partes. As transações

¹²⁵ “Apesar desta origem e característica inicial, nem mesmo os derivativos OTC escaparam de carta padronização, através da criação de contratos modelo que permitissem certa uniformidade de operações, diminuindo o tempo de negociação e os custos, inclusive jurídicos, nela envolvidos. Neste sentido, surgiu em 1985 a International Swap and Derivatives Association, INC (ISDA), originalmente denominada International Swap Dealers Association, Inc., entidade que reúne os principais operadores internacionais de swap.” SALOMÃO NETO, Eduardo, *Op. cit.* 175

¹²⁶ De acordo com McBRIDE “By employing the derivatives documentation provided by the ISDA and other similar organizations, counterparties to OTC derivatives transactions are able to minimize the expense associated with participation in the OTC market and, concurrently, benefit from the wealth of legal precedent regarding how various courts and attorneys have interpreted the agreements.” McBRIDE, Paul M. in *The Dodd-Frank Act and OTC Derivatives: The Impact of Mandatory Central Clearing on the Global OTC Derivatives Market*, 2010, pag 1086

¹²⁷ Além disso, como a ISDA solicita opiniões legais de diversas jurisdições, a associação consegue obter mais segurança jurídica para as operações cobertas pelo seu contrato padrão.

de swap somente serão de fato contratadas através das “Confirmations”, por meio das quais são especificadas as características de cada transação, como por exemplo o objeto do swap (as taxas que são trocadas), os valores de transação, prazos e instrumentos de pagamento.¹²⁸

Dessa forma, os derivativos de balcão mantêm a partes expostas aos riscos de crédito da sua contraparte, diferentemente do que se verifica nos derivativos de bolsa que possuem uma Contraparte Central.

As vantagens dos derivativos de balcão podem ser descritas como a sua customização, que é importante para as instituições que buscam *hedge* perfeito. Além disso, as partes podem negociar grandes blocos de contratos, sem impactar o mercado (uma vez que ele é realizado entre duas partes), mesmo que o seu registro seja necessário. Os derivativos de balcão também permitem a realização de *hedge*, além daquelas permitidas nos mercados de bolsa, envolvendo, de uma única vez, taxas e preços diversos – que podem estar entrelaçados entre si. Nessas hipóteses é possível realizar uma operação com custos menores (do que montar a mesma operação com vários contratos tradicionais) e sem as mesmas obrigações do mercado de bolsa¹²⁹.

Como desvantagens, é possível citar a falta de transparência, especialmente no caso da necessidade de liquidação dessas posições e o risco de contrapartes. Como apresenta ACHARYA:

Unlike in the case of a central clearing house, no one knows precisely what the total exposure is, where it is concentrated, what are the values of such contracts, etc. These issues always exist but rarely surface as long as the sizes are small. However, when the sizes become large, and combined commitments are many times larger than the underlying, the lack of transparency makes the system prone to a systemic failure. Perhaps, the best known example from the recent past was LTCM. At the time of its collapse, LTCM had derivative positions with a notional outstanding value of over

¹²⁸ SALOMÃO NETO, Eduardo, *Ibid.*, pag. 350

¹²⁹ Com relação aos custos da operação em mercado de bolsa, YAZBEK destaca: “Assim, por exemplo, sobre as operações realizadas em bolsa incidem custos diversos, geralmente relacionados à manutenção da infraestrutura de negociação e de liquidação existente. A própria necessidade de depósito de garantias, nos montantes requeridos pelo sistema de liquidação acaba por aumentar esses custos. Por fim, a necessidade de liquidações periódicas, típica dos regimes de bolsa (como ocorre nos ajustes diários em contratos futuros) e destinadas a manter a exposição dos clientes dentro de limites razoáveis e a outorgar negociabilidade às posições (que, de outra forma, trariam atrás de si obrigações ainda pendentes e não seriam fungíveis em relação às demais posições de um mesmo ativo), torna mais custosa a realização de operações em bolsa, exigindo determinados padrões de liquidez dos participantes”. YAZBEK, Otavio, *Op. cit.*, pag 5

\$1.25 trillion including swaps, futures and options. In contrast, only six banks had derivative positions greater than \$1 trillion. And, in the current crisis, who could have known that AIG had written \$400 billion worth of CDSs on AAA-tranched CDOs of mortgages, loans and bonds?¹³⁰

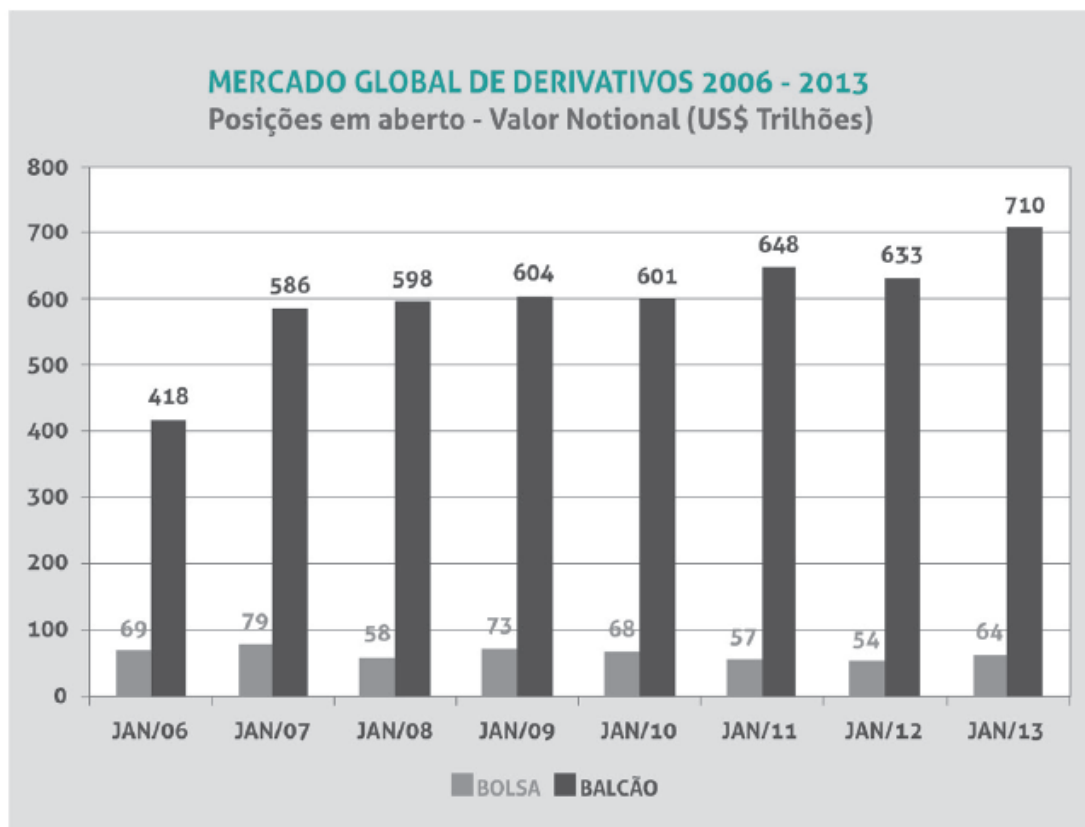
Assim, se por um lado os derivativos de balcão possibilitam uma maior customização e flexibilidade, por outro lado há uma menor liquidez e complexidade operacional, no que se refere à constituição de garantias e monitoramento. A ISDA informa que em 2014, das 500 maiores companhias globais, todas as sediadas no Canadá, França, Reino Unido, Japão e Holanda, e mais de 90% (noventa por cento) das sediadas na Alemanha e Estados Unidos utilizam derivativos para a administração de risco¹³¹.

O Brasil apresenta uma mudança no que se refere a operação com derivativos. No exterior, é possível verificar predominância dos derivativos de balcão, ou seja, aqueles derivativos que são negociados entre duas contrapartes, atendendo suas necessidades específicas¹³².

¹³⁰ ACHARYA, *Op. cit.* pag 3.

¹³¹ ISDA, in *The Value of Derivatives*, disponível em <https://www.isda.org/a/qJEDE/isda-final-2014.pdf>

¹³² Fonte CVM, *Op. cit.*, pag. 21



Fonte: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Op. cit.*, pag 21

Já no Brasil a principal característica dos mercados de derivativos é a preferência dos agentes de negociarem contratos padronizados, transacionados em bolsa e liquidados por meio de contraparte central. Em dezembro de 2013, o estoque total do mercado de derivativos no Brasil, em valor nocional, era de 5 trilhões de reais, dos quais 1,1 trilhão de reais, equivalentes a 22,4 %, eram derivativos negociados em balcão, e 3,9 trilhões de reais, ou 77,6 % do total, eram negociados em bolsa¹³³ sendo que apenas as instituições financeiras possuem cerca de 43% (quarenta e três por cento) desses ativos.

O crescimento das operações com derivativos nos mercados de balcão vem gerando um novo desafio para os reguladores, em especial após a crise com derivativos de crédito (*Credit Default Swaps* - CDS) e lastreados em hipotecas (*Mortgage Backed Securities*- MBS) no mercado norte-americano em 2008.

¹³³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Op. cit.*, pag. 22

Destaque-se que até a eclosão da crise, os derivativos de balcão não eram objeto de regulação pela SEC ou CFTC, o que permitia uma arbitragem regulatória, frente a demais modalidades de investimento.¹³⁴

De forma bem simplificada, podemos indicar que a crise de 2008 teve início com o aumento dos créditos imobiliários. De forma a buscar proteção, as instituições começaram a buscar derivativos de crédito (que garantem proteção ao risco de crédito de determinada pessoa, algo semelhante a um seguro de crédito). A existência desse derivativo de crédito gerou um incentivo ao aumento da concessão de crédito, uma vez que as operações seriam, em tese, isentas de risco, já que terceiros (as contrapartes dos derivativos de crédito) assumiam o risco de crédito de determinado contrato.

Entretanto, na eclosão da crise de 2008, o que se verificou foi que a inadimplência de uma parte não foi totalmente liquidada pela parte garantidora (contraparte do derivativo de crédito). Assim, embora tenha sido criado como proteção, o derivativo de crédito acabou não cumprindo a sua função.

Desde então, os reguladores vêm se debatendo sobre os seguintes temas: (i) a padronização dos derivativos; (ii) o seu registro em uma entidade capaz de manter, de maneira centralizada, os dados das operações; (iii) o processo de formação de preços, com propostas visando a submissão das operações a sistemas de negociação mais ou menos centralizados; e (iv) a forma de liquidação de tais operações, valorizando-se cada vez mais, no debate internacional, o papel das *clearings*.

Em setembro de 2009, os líderes do G-20 assumiram uma série de compromissos relativos as operações realizadas em mercados derivativos de balcão, incluindo a determinação de que tais contratos devessem ser informados a repositórios de transações (TRs- *trade repositories*), de forma a melhorar a transparência, permitir o monitoramento mais efetivo do

¹³⁴ Conforme ACHARYA “*Regulatory oversight/jurisdiction is another important issue. Currently we have the CFTC, SEC and the Fed regulating exchange traded derivatives resulting in inefficiencies and the waste of valuable resources. In contrast, OTC derivatives are mostly unregulated, leading to regulatory arbitrage. This lack of regulation of OTC derivatives received a seal of approval by the passage of the Commodity Futures Modernization Act of 2000 (CFMA). In fact, a number of policy makers have argued that CFMA led to a number of serious deficiencies in the system, including Enron taking advantage of this legislation in some of its fraudulent accounting practices, and, perhaps more important, the unchecked growth of the CDS market.*” ACHARYA et al, *Op. cit.* pag 3

risco sistêmico e proteger investidores contra abusos de mercado. Em setembro de 2011, o G-20 concordou em adicionar requisições de margem em derivativos liquidados fora da contraparte central (CCP), delegando ao Comitê de Supervisão Bancaria de Basileia (BCBS) e a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO) o desenvolvimento de padrões globais para tais requisições.

Nos Estados Unidos, após a crise de 2008, a Lei *Dodd-Frank* (DFA) estabeleceu novas bases para a reforma regulatória dos mercados financeiro e de capitais norte-americano. No caso dos derivativos, novas atribuições foram delegadas a *Securities and Exchange Commission* (SEC) e a *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC). Com base nas novas atribuições, a CFTC editou uma série de normas com os seguintes objetivos, dentre outros: (i) execução da negociação de certas classes de derivativos de balcão em ambientes regulados; (ii) liquidação obrigatória em CCP para certas classes de derivativos de balcão em ambientes regulados; (iii) requerimento de margem para *swaps* não liquidados em CCPs; (iv) divulgação pública e imediata para operações com derivativos de balcão padronizados; (v) criação de plataforma de negociação eletrônica para negociação de *swaps* denominadas *Swap Execution Facilities* (SEFs) e *Security-based Execution Facilities* (SBEFs), reguladas, respectivamente, pela CFTC e pela SEC.

A União Europeia, por sua vez, promulgou a *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR) em agosto de 2012, e apresenta exigências semelhantes às da CFTC.

É importante destacar que, embora os reguladores busquem que as operações com derivativos de balcão sejam liquidadas em CCP ou requeiram mais margens para realizar esse tipo de operação, nos parece que esse ainda é um mercado que deve se manter ativo e importante, porque, em alguns casos, apenas os derivativos de balcão poderão atender as necessidades das partes.¹³⁵

3.2 Acordos de Compensação (*Close Out Netting*), suas Características e Efeitos

¹³⁵ Importante destacar que os EUA estão revisitando a sua regulação financeira e há discussão sobre as regras vigentes acerca dos derivativos.

Os acordos de compensação entre operações com derivativos usualmente seguem os preceitos estabelecidos pela ISDA – “*International Swaps and Derivatives Association*” que preveem em suas regras as condições e a forma como devem ser operacionalizados¹³⁶. De acordo com essas regras, múltiplas operações com derivativos de balcão entre duas partes não são consideradas operações separadas, mas sim um conjunto de operações que devem sempre ser analisadas de forma conjunta.

De acordo com o *ISDA Master Agreement* a compensação pode se dar de 2 (duas) formas, uma primeira denominada *payment netting* por meio do qual duas partes solventes compensam suas obrigações de pagamentos em determinada data (e em determinada moeda), sendo também denominado *set off*.

Ao seu turno, o *close-out netting* se aplica a transações entre uma parte solvente e outra insolvente. Nesses casos, essa cláusula se refere a um processo de extinção de obrigações dentro de um contrato, compensando-se obrigações e gerando uma única obrigação de pagamento ou recebimento, conforme o caso. Em resumida definição, o *close out netting* refere-se à possibilidade de duas partes compensarem (a valores de mercado), após o vencimento antecipado, todas as operações existentes entre elas.

Dessa forma, os acordos de compensação servem como forma de mitigação de risco associados com a realização de operações com derivativos de balcão entre contrapartes. Um exemplo de como essa cláusula funciona é o seguinte: imaginemos duas partes, A e B que realizam uma série de operações com derivativos de balcão. A parte A está solvente, enquanto a parte B se tornou insolvente¹³⁷ (ou teve disparado algum gatilho de vencimento antecipado). Nesse caso, as operações são liquidadas e se apurou que a parte A deveria pagar R\$100,00 (cem reais) para a parte B, enquanto essa deveria pagar R\$80,00 (oitenta reais) para a parte A. Ao ser realizada a compensação (por meio da cláusula de *close out netting*), essas obrigações são compensadas de forma que a parte A deve pagar à parte B a diferença entre elas, isto é R\$20,00 (vinte reais).

¹³⁶ Essas regras estão incorporadas dentro de um contrato abrangente denominado *ISDA Master Agreement*, que é utilizado como base para a realização de operações de derivativos de balcão.

¹³⁷ Para fins desse trabalho vamos considerar como parte insolvente como qualquer parte que tenha dado causa ao vencimento antecipado de contrato de derivativos, seja por inadimplemento contratual, ou mesmo por qualquer ato que possibilite o vencimento antecipado do contrato.

Caso o acordo de compensação não fosse válido, a Parte A (solvente em nosso exemplo) deveria pagar à Parte B R\$100,00 (cem reais) e aguardar o término do procedimento da insolvência (que poderá demandar anos) para receber, no máximo R\$80,00 (oitenta reais)¹³⁸.

Em função do exposto, a cláusula de *close out netting* envolve 3 (três) passos: (i) a decretação de vencimento antecipado do contrato pela parte não insolvente; (ii) avaliação, a valor de mercado, dos valores devidos em cada contrato; e (iii) compensação entre as obrigações e identificação de um valor único e final (seja credor ou devedor) para determinada parte, que seria considerada um credor não segurado¹³⁹.

Um ponto importante diz respeito à utilização de garantidas (*collateral*) depositadas pelas partes. De acordo com o *ISDA Master Agreement*, caso a parte insolvente seja devedora após a compensação, a parte credora (não insolvente) poderá utilizar as garantias prestadas pela parte insolvente e liquidar seu crédito, devolvendo eventual excesso à parte insolvente.

Isso é, havendo garantias (suficientes) prestadas, a parte não insolvente poderá retomar seu crédito imediatamente sem a necessidade de aguardar a constituição dos quadros de credores e por consequência o processo de liquidação da instituição. Apenas nas hipóteses onde as garantias prestadas pela parte insolvente não sejam suficientes para a quitação do seu saldo devedor é que a parte não insolvente irá fazer parte do concurso de credores e aguardar o encerramento da liquidação para receber (na medida do possível) seu crédito.

Nesse sentido, a cláusula de *close out netting* possibilita a adequada redução de risco, assim como uma forma de controle adequado de exposição das instituições frente aos seus contratos. Dessa forma, o que verificamos são 2 (duas vantagens) dessa cláusula: (i) redução de risco de crédito, uma vez que permite às partes se protegerem contra eventuais adversidades do

¹³⁸ Informo que é no máximo pois em processos de insolvência, a ordem de credores deve ser respeitada, então é possível que na divisão dos bens da sociedade insolvente não seja possível a restituição efetiva do saldo credor que cada credor tem direito.

¹³⁹ De forma bem didática e objetiva citamos FLEMING e SAKAR: “Derivatives settlement procedures, as documented under the ISDA Master Agreement, attempt to enable the nondefaulting party to assert a claim for an amount that, if fully recovered, would place it in the same position absent the default (Scott 2012).⁵³ To do so involves four steps: 1) terminate contracts and unwind all open transactions, 2) determine the value of each transaction, 3) perform close-out netting, and 4) pay out net amounts. The amount owed to or from a nondefaulting party on account of default is equal to the net value of the derivatives, as determined according to the selected valuation methodology plus any unpaid amounts offset by the value of the collateral. If the amount due to the nondefaulting party is positive, then it becomes an unsecured creditor to the estate.” (FLEMING, Michel J. e SARKAR, Asani, in *Op. cit.*, pag 202.

mercado, especialmente a insolvência de suas contrapartes, por meio da realização de compensações; e (ii) redução do risco sistêmico e efeitos de contágio entre instituições, por meio da redução da exposição de cada participante.

Essa cláusula também permite a redução de custo, uma vez que as contrapartes precisam manter menores reservas de ativos depositadas para satisfazer os requerimentos de capital (note-se nesse item que os requerimentos de capital estão vinculados à exposição e risco de operações, e quanto menor for o risco, menor será a exigência de capital, assim como eventual rebalanceamento em caso de mudanças repentinas no mercado). Esse fator, em tese, permite uma maior dinâmica no mercado de derivativos e um maior arcabouço de operações, o que poderá ser benéfico para a economia.

Dessa forma, a cláusula de *close out netting* é uma forma de mitigação de risco para os intermediários financeiros, permitindo a eles a manutenção adequada e balanceada de seus balanços. O impedimento para realização dos acordos de compensação levaria à necessidade de os intermediários realizarem novas operações de proteção para manter seus balanços ajustados, mas em cenários de estresse poderia haver flutuação nos preços, e gerar instabilidade¹⁴⁰.

A preocupação com a adequada gestão dos balanços é um tema que preocupa todos os intermediários financeiros. Usualmente, um balanço bem equilibrado importa em uma efetiva proteção entre ativos e passivos. De forma simplificada, para cada passivo da instituição há um ativo, de forma a que todo o balanço esteja protegido.

No caso de insolvência de uma das partes, a instituição não insolvente não pode mais assumir que seu balanço está protegido, e ficará exposta a eventuais variações e movimentos do mercado. Para ajustar seu balanço, a instituição tem, basicamente 2 (duas) opções: (i) ir ao mercado e realizar novas operações; ou (ii) liquidar e compensar suas obrigações com a parte

¹⁴⁰ Conforme indica MENGLE: “*If a counterparty defaults, some of the hedges are no longer effective, so it is necessary either to replace the defaulted transactions or unwind the offsetting transactions. Failure to do so would in effect create open, speculative positions that are vulnerable to sudden market fluctuations. Close-out netting makes it possible for intermediaries to manage risks following a default by facilitating the reestablishment of a balanced book. As a result, netting reduces deadweight losses associated with rebalancing.*” MENGLE, David L., in *Op. cit.*, pag 1

inadimplente. Entretanto, esses dois cenários envolvem custos adicionais que não estavam devidamente precificados inicialmente.

Esse ponto é importante, uma vez que, os contratos de derivativo estão vinculados a outras referências que não a própria empresa em preocupação, isto é, seu risco não está totalmente relacionado com a empresa em recuperação. Dessa forma, se não for permitida compensação das obrigações, as contrapartes solventes terão dificuldades de controlar suas exposições, tendo em vista a flutuação de preços e volatilidade desses mercados.¹⁴¹

A impossibilidade de execução dos acordos de compensação e suas respectivas garantias poderia aumentar o risco de crédito calculado contra as instituições financeiras. Isso poderia, em alguns casos, tornar-se condição proibitiva para a realização de operações de derivativos com tais contrapartes em vista dos limites de risco a que instituições operadoras de derivativos estão sujeitas e que não poderiam ser observados nesses casos.

Além disso, permitem uma maior concessão de crédito em jurisdições que permitam o *close out netting*, já que as contrapartes terão clareza sobre seus riscos e exposição e tendo clareza acerca das garantias prestadas podem liberar mais recursos para novas operações.¹⁴²

Outro argumento para defender os acordos de compensação é que eles acabam aumentando a liquidez desse mercado e tornando mais barata a realização de operações de *hedge*. Nesse sentido, tendo em vista que há mais participantes desse mercado, seria mais fácil e mais barato montar operações de proteção, o que seria benéfico ao mercado e à economia¹⁴³.

¹⁴¹ MENGLE afirma que pela natureza dos contratos de derivativos, a exposição ao risco é muito diferente das demais operações de crédito e financiamento. “*If such contracts are made subject to normal bankruptcy procedures, values of the contracts could change during the stay with limited ability for creditors to control their exposures. For bonds and loans as well as physical assets, in contrast, the values of obligations are generally known and unlikely to change significantly over the course of bankruptcy proceedings.*” MENGLE, David L., *Op. cit.*, pag 5

¹⁴² Para um resumo dos benefícios do *Close Out Netting*, destacamos MENGLE: “*Given the above consequences of counterparty default, close-out netting makes it possible for the non-defaulting party to determine its exposure and then to protect itself against market fluctuations. First, termination enables the non-defaulting party to crystallize its loss amounts and then either replace defaulted transactions or unwind offsetting transactions. Second, by discouraging cherry picking and by limiting trustee avoidance powers, close-out netting reduces uncertainty regarding the amount at risk. Third, by recognizing the benefits of offsetting trades with the same counterparty, close-out netting reduces the cost of rebalancing the book from gross to net exposure. Finally, the ability to apply collateral provides a pool of resources that can be offset against replacement costs.*” MENGLE, David L., *Op. cit.*, pag 7

¹⁴³ MENGLE, David L., *Op. cit.*, pag 14

Entretanto, vale ressaltar a ressalva realizada por VIEIRA NETO de que a falta de padronização pode tornar mais trabalhosa a compensação de riscos dos derivativos de balcão:

Os contratos de balcão, por outro lado, produzem fluxos de caixa irregulares que ocorrem somente nas datas de vencimento, de *reset*, de liquidação antecipada e de acionamento de preços de barreira. Essa característica, muitas vezes, inviabiliza ou dificulta a compensação de riscos de contratos pertencentes a uma mesma carteira/investidor, mesmo quando dois ou mais desses contratos são negativamente correlacionados.¹⁴⁴

No contexto do pós-crise de 2008, a ISDA publicou trabalho¹⁴⁵ sobre a importância de referido conceito, no qual ressaltou igualmente a relevância de que regimes de resolução de instituições financeiras insolventes sejam cuidadosamente desenhados nas diversas jurisdições a fim de evitar a supressão dos benefícios oriundos do *close-out netting*.

Atualmente, sobretudo no universo das operações de derivativos (sejam aquelas realizadas em mercado de balcão organizado, ou junto a contrapartes centrais em mercados de bolsa), é quase impossível discorrer sobre mitigação de risco de crédito sem considerar o “*close-out netting*”. A supressão de tais direitos poderia acarretar impactos negativos no tocante à alocação de capital e risco de liquidez das instituições que operem com instituições financeiras (brasileiras ou estrangeiras), podendo resultar em sérias desvantagens competitivas para o mercado de derivativos nacional.

Embora absolutamente corretas as colocações acima, há algumas nuances que precisam ser identificadas e nos ajudarão a compreender melhor a forma como ocorre essas compensações. Em primeiro lugar, os contratos ISDA listam uma série de eventos que podem ensejar a decretação de vencimento antecipado.

Entretanto, essas cláusulas de vencimento antecipado podem ser aplicadas (i) automaticamente; ou (ii) conforme notificação da parte adimplente, de acordo com os termos

¹⁴⁴ VIEIRA NETO, Cicero, *Op. cit.*, pag 289

¹⁴⁵ ISDA, in *The Importance of Close-Out Netting*, 2010. Disponível em <http://www.isda.org/researchnotes/pdf/Netting-ISDAResearchNotes-1-2010.pdf>

do contrato. Isso é de acordo com o contrato, o disparo de algum gatilho de vencimento antecipado pode gerar automaticamente o vencimento do contrato, e por consequência acionar os mecanismos de compensação, ou é concedida faculdade à parte adimplente escolher a necessidade e conveniência de decretar o vencimento antecipado.

No segundo caso, é identificado certos comportamentos oportunistas das partes adimplentes. Esta pode decidir por não vencer o contrato antecipadamente quando verificar que, ao final das eventuais compensações, será uma parte devedora, isso é deverá realizar pagamentos à parte que descumpriu o contrato.

Além disso, o ISDA *Master Agreement* permite que a parte não inadimplente interrompa os pagamentos à parte inadimplente, o que pode resultar em incentivos para a não decretação de vencimento antecipado desses contratos.

LUBBEN critica as previsões contidas no ISDA *Master Agreement*, uma vez que elas parecem sugerir que a decretação de vencimento antecipado e o processo de compensação se dá de forma descomplicada. Entretanto, o que se verificou na prática foi o contrário: várias partes debateram sobre os valores de liquidação, datas de vencimento antecipado, e liberação de garantias.¹⁴⁶

Por fim, há grande dificuldade em realizar a avaliação de ativos para fins de aplicação do *close out netting*. Conforme FLEMING e SARKAR:

Accordingly, valuation of contracts requires determining the exact timing of valuation, the method used, and the calculation agent carrying out the valuation. Under the 1992 Master Agreement, parties can choose between the market quotation method and the loss method. The market quotation method allows nondefaulting parties any unpaid amount plus replacement transactions valued based on quotes from at least three reference market-makers; the loss method entitles the nondefaulting party to “an amount that party reasonably determines in good faith to be its total

¹⁴⁶ “Despite ISDA’s description of closeout netting as a seemingly uncomplicated process, the same process when applies to Lehman seemed to involve myriad lawyers, accountants, and highly compensated experts. Lehman and many of its counterparties, especially other large financial institutions, disagreed about all aspects of the settlement—the rates and prices used to value trades, the valuation of collateral, and which trades could be setoff against each other. By the end of 2012, four years after Lehman entered chapter 11, even though most of Lehman’s trades had been terminated, only half the outstanding contracts had actually been settled. The closeout netting process never functioned quite as slickly as ISDA seemed to think it would.” LUBBEN, Stephen J. in *Lehman’s Derivative Portfolio*, 2015, pag 9. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2698234

losses” from the terminated transactions. The 2002 Master Agreement uses the close-out amount approach, which combines elements of the quotation and loss methods.¹⁴⁷

LUBBEN verifica, ainda que, os problemas do ISDA *Master Agreement* perante a crise foram seus pressupostos iniciais: (i) de que seria possível que a parte insolvente fosse tratada como uma única entidade; (ii) que a avaliação dos ativos fosse simples e fácil; (iii) que o mercado continuaria operando normalmente, o que possibilitaria a realização de novas operações de *hedge* de forma a proteger os participantes. O que se verificou na crise é que nenhuma dessas premissas foi válida.¹⁴⁸

Na verdade, na crise o que se observou foi uma dificuldade enorme de liquidação dos contratos ISDA pela falta de clareza de algumas cláusulas, opacidade na avaliação de ativos e, na visão de LUBBEN, a possibilidade da parte adimplente se apropriar de valor em função de fatores nebulosos, como custo de captação das partes e perdas de barganha.¹⁴⁹

Talvez a maior crítica seja a de LUBBEN, segundo o qual “*the safe harbors and the related closeout netting procedures were designed for a world where customers failed. They were not designed for the failure of a major dealer, or a financial crisis*”¹⁵⁰.

Assim, a preocupação é que as previsões do ISDA *Master Agreement* não estavam preparadas para cenários onde as instituições financeiras entrassem em insolvência, o que levaria a decretação de vencimento antecipado de uma série de contratos ao mesmo tempo. A crítica de LUBBEN faz sentido no contexto em que se pensa o *Master Agreement* em apenas uma parte com contratos limitados e exposição controlada sofrendo insolvência.

A partir do momento em que a instituição que entra em processo de insolvência é titular de vários contratos de derivativos, com várias partes diferentes, e verifica a decretação de vencimento antecipado de boa parte desses contratos e a necessidade de liquidação imediata,

¹⁴⁷ FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 202

¹⁴⁸ LUBBEN, *Op. cit.*, pag. 9

¹⁴⁹ “During the crisis, the amount of loss a counterparty had suffered was often quite opaque, while the calculation of that loss was left to the discretion of that counterparty. ISDA master agreements allow the non-defaulting counterparty to consider a variety of nebulous factors when making the calculation, including the counterparty’s cost of funding and any “loss of bargain,” increasing the potential for murkiness. One complaint Lehman filed against JPMorgan Chase included quotes from emails that seemed to show Chase changing the valuation date five times to pick a day that would result in a higher return for Chase.” LUBBEN, *Op. cit.*, pag. 9

¹⁵⁰ LUBBEN, *Op. cit.*, pag. 9

juntamente com a liquidação de garantias, o sistema de compensação previsto pela ISDA deixa de funcionar adequadamente.

3.3 *Close Out Netting no Brasil*

Ponto sensível à gestão de risco das instituições brasileiras é a possibilidade de compensação entre débitos e créditos contra a instituição insolvente, de modo a considerar apenas um único valor representativo de sua exposição, sobretudo para fins de alocação de risco de crédito.

Em 2001, por meio da Lei 10.214/01, foram estabelecidas as regras de atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). Nos termos do seu Art. 7º:

Art. 7º Os regimes de insolvência civil, concordata, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial, a que seja submetido qualquer participante, não afetarão o adimplemento de suas obrigações, assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, que serão ultimadas e liquidadas pela câmara ou prestador de serviços, na forma de seus regulamentos.

Parágrafo único. O produto da realização das garantias prestadas pelo participante submetido aos regimes de que trata o caput, assim como os títulos, valores mobiliários e quaisquer outros seus ativos, objeto de compensação ou liquidação, serão destinados à liquidação das obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços.

Considerando que todos os contratos de derivativos de balcão realizados no Brasil precisam ser registrados perante entidades registradoras, as operações de derivativos ficam vinculadas expressamente às previsões desta Lei¹⁵¹.

¹⁵¹ Destaque-se que o próprio Art. 2º, parágrafo único da Lei 10.214/01, faz referência expressa às entidades que liquidam operações de derivativos: “Art. 2º O sistema de pagamentos brasileiro de que trata esta Lei compreende as entidades, os sistemas e os procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros ativos financeiros, ou com o processamento, a compensação e a liquidação de pagamentos em qualquer de suas formas. Parágrafo único. Integram o sistema de pagamentos brasileiro, além do serviço de compensação de cheques e outros papéis, os seguintes sistemas, na forma de autorização concedida às respectivas câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, em suas áreas de competência:

I - de compensação e liquidação de ordens eletrônicas de débito e de crédito;

II - de transferência de fundos e de outros ativos financeiros;

III - de compensação e de liquidação de operações com títulos e valores mobiliários;

IV - de compensação e de liquidação de operações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuros; e

V - outros, inclusive envolvendo operações com derivativos financeiros, cujas câmaras ou prestadores de serviços tenham sido autorizados na forma deste artigo.”

Essa Lei já previa que eventual decretação de regime de resolução perante uma instituição financeira não impediria a liquidação das operações registradas nas câmaras de liquidação, o que permitiria o vencimento antecipado e a liquidação dos derivativos de balcão, nos termos de seus contratos.

Além disso, por meio da Resolução do CMN 3.263/2005, foi aceito no Brasil a implementação de acordos de compensação tal qual estabelecido pela ISDA. Destaque-se, o artigo 4º que trata das possibilidades de vencimento antecipado e permite a compensação no caso de decretação de intervenção:

Art. 4º Os acordos devem estabelecer as condições que levem à antecipação do vencimento, bem como a metodologia para a apuração, compensação e liquidação das obrigações a ele sujeitas.

§ 1º Na hipótese de o acordo estabelecer a antecipação do vencimento por inadimplência de uma das partes, deverão ser estipuladas as situações que caracterizem a inadimplência.

§ 2º Considera-se também inadimplente a parte que tiver decretada insolvência civil, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial, a partir da data da decretação do regime excepcional. (grifo nosso)

Dessa forma, a regulação nacional permite que a execução do *close out netting* contra instituições que estejam sobre intervenção, aparentemente da mesma forma como a legislação americana tratava do assunto até 2008.

Sob a eficácia dos acordos de compensação na Lei de Falências, o Banco Central do Brasil soltou a seguinte nota técnica:

Merece destaque, ainda, a recente promulgação da Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Ao estabelecer, em seu art. 119, inciso VIII, que, caso haja acordo para compensação e liquidação de obrigações no âmbito do SFN, nos termos da legislação vigente, a parte não falida poderá considerar o contrato vencido antecipadamente, hipótese em que será liquidado na forma estabelecida em regulamento, admitindo-se a compensação de eventual crédito que venha a ser apurado em favor do falido com créditos devidos pelo contratante, a referida lei conferiu maior segurança jurídica para a celebração de acordos da espécie. (grifo nosso)¹⁵²

Nesse sentido, a legislação brasileira está em linha com os preceitos informados pelo *ISDA Master Agreement*.

¹⁵²

Disponível

em

<http://www.bcb.gov.br/pre/denor/port/2005/1//3.263%2C%20de%2024%20de%20fevereiro.asp>

4 CRÍTICAS AO VENCIMENTO ANTECIPADO DE DERIVATIVOS EM CASOS DE RECUPERAÇÃO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

4.1 Função dos Regimes de Recuperação

Durante os processos de recuperação de empresas¹⁵³ (no Brasil denominados de recuperação judicial, com base na Lei 11.101/05, e no caso das instituições financeiras a Lei 6.024/74), em regra nenhum credor poderia executar os bens da empresa sob recuperação ou reaver seu crédito antes dos demais¹⁵⁴.

Isto é, a empresa que está em recuperação se beneficia do denominado “*stay period*” que proíbe qualquer credor de exigir suas dívidas ou acessar os bens da recuperanda. Essa regra evita uma corrida aos bens da instituição e, por consequência, uma perda de valor dos seus ativos. Por fim, permite que as partes possam negociar e buscar maximizar o valor da recuperanda.¹⁵⁵

Entretanto, de forma a proteger determinadas classes de credores, as legislações permitem que esses credores possam exercer normalmente seus direitos e retirar bens da sociedade sob recuperação, antes de qualquer outro.

¹⁵³ Para fins desse trabalho, vou utilizar a denominação de recuperação de empresa, de forma a tratar das recuperações judiciais, com o intuito de ser mais próximo dos vocábulos internacionais sobre o tema em especial o termo *recovery*.

¹⁵⁴ JACKSON inclusive discorre que essa a regra de recuperação deveria impedir qualquer credor de acessar os bens da recuperanda antes dos demais. “*First, such a law must usurp individual creditor remedies in order to make the claimants act in an altruistic and cooperative way. Thus, the proceeding is inherently collective. Moreover, this system Works only if all the creditors are bound to it. To allow a debtor to contract with a creditor to avoid participating in the bankruptcy proceeding would destroy the advantages of a collective system. So the proceeding must be compulsory as well.*” JACKSON, Thomas H., *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Beard Books, Washington D.C., 2001, pag. 17

¹⁵⁵ De acordo com MILLER, “*The essence of a chapter 11 bankruptcy case, initially, is to preserve the status quo. This is accomplished by enjoining creditors from taking any remedial or other actions that would impede or interfere with allowing a debtor a reasonable period of time to pursue rehabilitation and reorganization... The automatic stay of the bankruptcy code enables a debtor and its creditors the time to develop plans to preserve and maintain the value of the debtor’s assets and, possibly, enhance values by avoiding the drastic consequences of a forced, unplanned liquidation that significantly depresses values to the prejudice of all economic stakeholders.*” MILLER, Harvey R., in “*Testimony of Harvey R. Miller before the Subcommittee on Commercial and Administrative Law of the House of Representatives Committee on the Judiciary.*” Disponível em <https://judiciary.house.gov/files/hearings/pdf/Miller091022.pdf>

A concessão desse benefício é usualmente justificada por uma série de razões que vão desde a estabilidade econômica (e redução de spread bancário¹⁵⁶), evitar danos colaterais, ou salvaguardar credores de pequeno porte ou hipossuficientes. Na doutrina estrangeira essa garantia é denominada como *safe harbor*, isto é, o porto seguro concedido a determinados credores que não ficam subordinados aos efeitos da recuperação¹⁵⁷.

Em outros termos, se o processo de recuperação visa a maximização de valor dos ativos de uma determinada sociedade (no presente caso, de uma instituição financeira), assim como buscar que os credores atuem de forma coordenada, evitando que ocorra uma “corrida” aos bens da empresa em recuperação, é importante identificar as justificativas para a permissão de que determinados credores possam acessar os bens da recuperanda antes dos demais.

Em um processo racional de recuperação, a cooperação e coordenação entre os credores levaria a uma posição melhor do que cada credor atuasse individualmente de forma a buscar reaver seu crédito. Essa última opção levaria a uma execução forçada de todo o patrimônio da devedora que beneficiaria apenas aqueles credores que realizaram execuções primeiro, sendo que os últimos nada receberiam.

Essa última hipótese gera incentivo errados aos credores, uma vez que tenderiam a buscar executar seus créditos o mais rápido possível, pois caso contrário outros credores poderiam realizar a execução, o que ao final deixaria aquele que não executou, ou executou tarde, sem nada a receber.

Outro problema da falta de regras sobre a cooperação de credores envolve os custos de atuações individuais. Não havendo um processo claro de recuperação, os credores vão utilizar recursos e tempo para monitorar individualmente a devedora e os demais credores, gerando ineficiências.

¹⁵⁶ COELHO argumenta que a concessão de *safe harbor* para os credores fiduciários “uma forma de redução do spread bancário: “Os titulares de determinadas garantias reais ou posições financeiras (fiduciário, leasing etc.) e os bancos que anteciparam recursos ao exportador em função de contrato de câmbio excluem-se dos efeitos da recuperação judicial para que possam praticar juros menores (com spreads não impactados pelo risco associado à recuperação judicial), contribuindo a lei, desse modo, com a criação do ambiente propício à retomada do desenvolvimento econômico.” COELHO, Fabio Ulhôa, *Comentários à Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, Saraiva, 2005, pag 131

¹⁵⁷ No Brasil seria semelhante ao previsto no art. 49 da LRE.

Dessa forma, a questão fundamental é como balancear esses interesses dos credores, que visam maximizar o valor dos ativos da instituição insolvente, ao mesmo tempo garantir uma rápida liquidação. Essa questão é central para a busca de um instrumento de resolução que seja eficiente para todos. Conforme destacaram FLEMING e SARKAR:

Para firmas como o Lehman Brothers, que estavam planejando liquidar seus ativos, o objetivo do *Chapter 11* é maximizar o valor presente dos ativos de cada entidade. Entretanto, há uma troca entre obter o maior valor possível de recuperação de ativos, que pode exigir um longo processo de recuperação, e minimizar custos (legais e administrativos) que vão aumentando com o tempo. Além disso, incertezas podem prejudicar podem destruir valor por meio do aumento do risco sistêmico decorrente do contágio de informações (de outra forma, más notícias sobre a resolução do Lehman impactam adversamente em outras firmas) ou vendas forçadas dos ativos correlatos. (tradução livre)¹⁵⁸

4.2 Histórico da Legislação Americana sobre Liquidação de Derivativos de Balcão (e demais contratos financeiros) durante a Recuperação de Empresas

O *Bankruptcy Act* prevê como regra geral um período onde os contratos não podem ser vencidos antecipadamente, permitindo, como foi dito acima, buscar maximizar o valor dos ativos da empresa sob recuperação.¹⁵⁹ No caso americano, a recuperanda tem, como regra geral, um direito exclusivo de aceitar ou rejeitar os contratos¹⁶⁰, isto é, ela pode fazer o *cherry picking*¹⁶¹.

¹⁵⁸ FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 187

¹⁵⁹ Para uma análise mais detalhada citamos ROE: “*A failing firm’s bankruptcy filing strips its creditors of rights that they would otherwise have. First, the Bankruptcy Code bars the debtor’s creditors from suing the debtor for repayment, bars them from trying otherwise to collect debts due from the bankrupt, and—if the creditors are secured—bars them from immediately seizing or liquidating their security. Second, creditors who are repaid on an old loan in the ninety days before bankruptcy often must return those payments to the bankrupt, thereby allowing all creditors to share in that value. Third, ordinary creditors, unlike derivatives counterparties, lack the right without court permission to set off as many of their own debts due to the debtor against debts due from the debtor. Fourth, bankrupts can recover prebankruptcy fraudulent conveyances — which arise when the debtor sells its own assets for less than their fair value—for the benefit of all of the bankrupt’s creditors. Fifth, the Code limits most creditors’ and suppliers’ rights to terminate contracts with the bankrupt. Sixth, creditors cannot terminate their contracts with a bankrupt if the firm files to reorganize its finances in Chapter 11.*” ROE, Mark, *Op. cit.*, pag 546-7

¹⁶⁰ Para maiores informações sobre esse procedimento, EDWARDS e MORRISON, “*Instead the debtor has an exclusive right to “assume” profitable contracts and “reject” (i.e., breach) unprofitable ones, the consequence being that the counterparty to the “rejected” contract will receive an unsecured claim for damages, which will usually be paid a few cents on the dollar. In other words, the Bankruptcy Code generally allows debtors to “cherry pick” profitable from unprofitable contracts.*” EDWARDS, Franklin R. e MORRISON, Edward R., in *Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?*, Yale Journal on Regulation Vol. 22, 2005, pags. 105 e 106

¹⁶¹ Para uma definição de *cherry picking*, SALOMÃO NETO: “*Tipicamente, as operações com derivativos não padronizados têm como parte instituições financeiras, que compram e vendem ativos e opções, a vista ou a termo, e contratam swaps, realizando com frequência sucessivas transações com o mesmo cliente. Segundo as leis de vários países, cada um dos contratos de compra e venda é visto isoladamente. Por consequência, fica a instituição financeira, em caso de falência da outra parte, obrigada a pagar à massa falida a diferença a favor*

MOONEY Jr. apresenta um histórico acerca da inclusão de *safe harbors* dentro da legislação americana, demonstrando que a partir de 1978, foram sendo incorporadas ao *Bankruptcy Act* novas previsões de salvaguardas para contratos financeiros sempre sobre a justificativa de que esses dispositivos iriam auxiliar na estabilidade do mercado.¹⁶²

Em 1990 houve alteração do *Bankruptcy Act* para prever que os contratos de swap também se beneficiariam do *safe harbor*. As 3 (três) principais justificativas foram (i) evitar o *cherry picking*, isto é, o comportamento pelo qual o administrador aceitaria os contratos favoráveis e descartaria os contratos desfavoráveis da instituição; (ii) evitar a exposição (risco) de mercado e de contraparte; e (iii) permitir a execução dos acordos de compensação. De acordo com a ISDA, se os contratos de derivativos não tivessem a salvaguarda haveria um potencial aumento exponencial do risco de contraparte que poderia abalar os fundamentos do mercado de swap.¹⁶³

Todas essas preocupações foram endereçadas e os períodos de suspensão (*stay period*) deixaram de ser aplicáveis aos contratos de swap.

Em 2005, em resposta à quebra do fundo de investimento Long-Term Capital Management (LTCM) foi alterado o *Bankruptcy Act* para expandir e esclarecer as definições de contratos financeiros elegíveis para os acordos de compensação de forma a “*reduce the likelihood that the procedure for resolving a single insolvency will trigger other insolvencies due to the creditors’ inability to control their market risk.*”¹⁶⁴

desta relativa aos contratos pendentes. Por outro lado, deve-se habilitar seu crédito em relação a todos os contratos individuais em relação aos quais tenha diferença a haver, ficando assim sujeita às incertezas da falência. Essa vantagem fortuita do devedor falido, que consegue extrair o melhor da situação em que se encontra, é designada de *cherry picking* (“catar cerejas”) na prática de mercado. SALOMÃO NETO, Eduardo, *Op. cit.*, pag. 351

¹⁶² MOONEY Jr., Charles W., in *The Bankruptcy Code’s Safe Harbors for Settlement Payments and Securities Contracts: When Is Safe Too Safe?*, Texas International Law Journal vol. 49:243, pag 245, disponível em http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2327&context=faculty_scholarship. O autor inclusive informa que a intenção das salvaguardas era evitar o risco sistêmico: “While Congress did not use the term “systemic risk,” that was its concern: “[C]ertain protections are necessary to prevent the insolvency of one commodity or security firm from spreading to other firms and possible [sic] threatening the collapse of the affected market.”

¹⁶³ MOONEY Jr., Charles W., in *Op. cit.*, pag 247

¹⁶⁴ The President’s Working Group On Financial Markets, Hedge Funds, Leverage, And The Lessons Of Long-Term Capital Management, 1999, pag 26, disponível em <http://www.treasury.gov/resource-center/financial-markets/Documents/hedgfund.pdf>.

Dessa forma, mais uma vez, sob a justificativa de evitar um risco sistêmico e que a insolvência de uma entidade pudesse gerar insolvência para outras, foram inseridas salvaguardas para os contratos financeiros e a definição expressa de que os acordos de *netting* poderiam ser executados em caso de insolvência de uma das partes.

Além disso, o Congresso Americano criou a definição de “*Master Netting Agreement*” – MNA, por meio do qual se tornou possível compensar de forma conjunta obrigações decorrentes dos mais variados instrumentos financeiros e de valores mobiliários. Com base nesse contrato, todas as obrigações entre 2 (duas) contrapartes poderiam ser compensadas imediatamente¹⁶⁵. Esses MNAs receberam as mesmas proteções das operações de derivativos e operações compromissadas.

Esse tipo de contrato permite, por exemplo, que 2 (duas) instituições financeiras prevejam a compensação de todas as suas operações financeiras, sem ficar vinculados a determinadas operações específicas, tais como câmbio, *swaps*, derivativos de crédito, etc.

Com base nesse contrato, de um lado, há menor necessidade de aporte de capitais, uma vez que todas as operações serão compensadas. Assim, não há necessidade de aporte e controle de garantias para cada tipo de operação. Entretanto, de outro lado, há a possibilidade de que um cenário de estresse em determinado segmento (por exemplo, câmbio) afete as demais operações. Em outras palavras, não havendo barreiras entre as operações, o risco de contágio é maior.

Em 2005, o *Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act* – BAPCPA criou novo tipo de contraparte, denominado “*financial participant*”. Esse seria qualquer pessoa que tivesse US\$1 bilhão, ou mais, de valor nocional ou US\$ 100 milhões em operações com contratos financeiros ou valores mobiliários. Esses participantes também foram beneficiados com o *safe harbor*. A justificativa, mais uma vez, era buscar reduzir o risco sistêmico.

¹⁶⁵ Conforme MOONEY Jr., *Op. cit.*, pag. 248 “*That is, rather than rely on a different agreement for each separate type of financial instrument, a MNA specifies a counterparty’s rights with respect to all these different types of financial instruments within one document.*”

Todas as regras permitindo a compensação de operações de derivativos e compromissadas buscavam garantir que os credores poderiam liquidar e compensar suas obrigações sem a interferência do juízo da recuperação.

Em 2006 foi publicado o *Financial Netting Improvements Act* o que retirou os poderes do administrador judicial de evitar e questionar pagamentos de margem ou de recursos realizados a ou de instituições financeiras (e demais assemelhadas).

Resumindo, até a eclosão da crise de 2008, a parte não inadimplente de um contrato de derivativos de balcão poderia terminar os seus contratos e compensar as suas obrigações, incluindo eventual excussão das margens depositadas, sem estar vinculadas ao *stay period*. Destaque-se que o vencimento antecipado do contrato poderia acontecer pelo simples pedido de recuperação judicial da instituição, sem a necessidade de qualquer autorização judicial ou do administrador da instituição.¹⁶⁶

A justificativa para essa exceção sempre foi a estabilidade financeira e evitar um contágio/risco sistêmico entre as instituições¹⁶⁷. EDWARDS e MORRISON identificam que esse receio não era sem fundamento, já que em 2002, 7 (sete) bancos americanos detinham 95% das exposições de derivativos daquele país.¹⁶⁸

¹⁶⁶ Para maiores detalhes MOONER Jr., *Op. cit.*, pag 250 “*The safe harbors also include broad protections from avoidance (e.g., as a preference or a constructive fraudulent transfer) for transfers made in connection with QFCs. The transfers that generally are protected from avoidance (other than as an intentional fraudulent transfer) are transfers made before the commencement of a case by, to, or for the benefit of: a commodity broker, forward contract merchant, stockbroker, financial institution, financial participant, or securities clearing agency, in connection with a securities contract, commodity contract, or forward contract, a repo participant or financial participant in connection with a repo, a swap participant or financial participant in connection with a swap agreement, or a master netting agreement participant in connection with a master netting agreement. The exercise of rights to terminate QFCs also is protected from avoidance. Finally, settlement payments and margin payments are protected from avoidance if made to a commodity broker, forward contract merchant, stockbroker, financial institution, financial participant, or securities clearing agency.*”

¹⁶⁷ Para exemplificar, EDWARDS e MORRISON (2005, pag 107) apresentam as justificativas apresentadas no congresso americano: “*Congress reasoned that special treatment of derivatives was necessary to prevent the “insolvency of one commodity firm from spreading to other brokers or clearing agencies and possibly threatening the collapse of the market.” It believed that: “The prompt liquidation of an insolvent’s position is generally desirable to minimize the potentially massive losses and chain reaction of insolvencies that could occur if the market were to move sharply in the wrong direction.*”

¹⁶⁸ EDWARDS e MORRISON, *Op. cit.*, pag 108

O que se verifica em algumas jurisdições é a possibilidade de preferência do *close out netting*, dentro das leis de falências. Os exemplos mais comuns de *safe harbors*¹⁶⁹ são: (i) permissão para a decretação de vencimento antecipado em casos de insolvência, mesmo que as regras gerais das leis de falência não permitam (isto é, não se aplicam ao *stay period*); (ii) não aplicação das regras de suspensão de direitos (de vencimento antecipado e/ou pagamento) – sendo certo que essas cláusulas estão sendo revistas no caso de insolvência bancária; e (iii) evitar o *cherry picking*.

Esse terceiro ponto é fundamental para a avaliação de risco das instituições financeiras e suas contrapartes. De acordo com esse conceito, todos os contratos entre as contrapartes devem ser considerados um único contrato, de forma a evitar a execução ou exigência de apenas um deles em detrimento dos demais, o que poderia aumentar exponencialmente os riscos envolvidos nas operações financeiras, indo de forma contrária a intenção da cláusula de *close out netting*. Isto é, deve ser dada efetividade a toda estrutura de contratos celebrado, de forma conjunta, e não identificando e analisando cada contrato de forma individual.

Nos EUA, até a crise financeira de 2007/2008 as regras de recuperação de empresas (*Chapter 11 do Bankruptcy Act*) permitiam uma série de benefícios para as contrapartes de derivativos. Em especial, essas pessoas poderiam vencer antecipadamente e executar seus créditos perante a empresa devedora (sob recuperação ou liquidação), antes de qualquer outro credor.¹⁷⁰

¹⁶⁹ Para uma descrição de alguns casos de *safe harbor* para os derivativos no direito norte americano, citamos FLEMING e SARKAR: “First, derivatives creditors can net offsetting positions with the debtor, seize and liquidate collateral, and choose whether to close out and terminate positions right after bankruptcy without being subject to the automatic stay. Relatedly, creditors have broad rights to set off debts owed to the debtor against debts due from the debtor if a setoff provision has been included in the ISDA Master Agreement. Second, they are exempt from certain creditor liabilities related to pre-bankruptcy agreements such as fraudulent conveyance liability (arising from the debtor selling its own assets prior to bankruptcy for less than fair value) and preference rules (the need to return preferential payments received just before bankruptcy or to give back preferential collateral calls).” FLEMING e SARKAR, *Op. cit.*, pag 202

¹⁷⁰ Conforme infoma ROE “For creditors holding derivatives and repurchase agreements with the bankrupt, each rule is reversed to favor the derivatives and repo creditors. First, these counterparties can immediately collect on their debts at the beginning of a bankruptcy while other creditors cannot. Second, they need neither return eveof-bankruptcy preferential payments on old debts nor give back preferential collateral calls that other creditors must return. Third, they have broader setoff rights that allow them to escape handing over money they owe to the debtor. Fourth, they are exempt from most fraudulent conveyance liability. Fifth, derivatives counterparties can choose whether or not to terminate contracts. Sixth, they need not suffer the debtor’s typical bankruptcy option to assume or reject the underlying contract. The total impact of these exemptions and special rules is to give the favored creditors a superpriority over disfavored creditors.” ROE, Mark J., in *Op. cit.*, pag 547.

No caso específico dos derivativos de balcão, a justificativa mais comum é identificar que caso não seja utilizado esse *safe harbor*, haveria uma possibilidade alta de um risco sistêmico, que poderia contagiar outras instituições e, por fim a economia real. Outro argumento utilizado é que no caso de operações entre instituições financeiras, a decretação de um regime especial de recuperação, já tira a confiança dos demais agentes perante a instituição recuperanda e a impossibilidade de liquidar os contratos de derivativos de balcão poderia gerar prejuízos às contrapartes. Isto é, não permitir a liquidação dos contratos iria tirar liquidez de todo o sistema, prejudicando a todos.

Além disso, como os derivativos de balcão são constituídos geralmente sobre outros referenciais (juros, câmbio, índices, ações, etc) caso haja problemas no mercado financeiro, os valores referenciados podem oscilar demais, gerando possível prejuízos caso não sejam liquidados imediatamente. Dessa forma, sob essa ótica, o fato de não permitir a liquidação e execução de acordos e compensação com os derivativos de balcão (em caso de recuperação de uma instituição financeira) poderia acarretar num aumento exponencial do risco das contrapartes, que não era precificado no início das operações.

De acordo com esse argumento, obrigar as contrapartes dos contratos de derivativos de balcão a manter suas operações quando uma das partes está em recuperação e sem crédito (e consequentemente, sem confiança dos demais agentes econômicos) pode significar um risco muito grande, o que, provavelmente acarretaria na diminuição das operações com derivativos de balcão.

Por fim, outro argumento lógico é que se não for concedido o *safe harbor* para as contrapartes de derivativos de balcão, haveria uma vantagem regulatória para os derivativos de bolsa, uma vez que como esses são liquidados em contrapartes centrais, as jurisdições excetam essas instituições das limitações impostas pelos regimes de recuperação.

Entretanto, a liquidação do Lehman Brothers mostrou que a concessão dessas prerrogativas às contrapartes de derivativos de balcão, gerou muita instabilidade no mercado, e ao mesmo tempo, não beneficiou todas as contrapartes.

4.3 Críticas ao Safe Harbor¹⁷¹ e a Possibilidade de Compensar os Contratos de Derivativos de Balcão

Em primeiro lugar, é importante destacar que embora as críticas ao *safe harbor* para a liquidação e compensação de operações com derivativo tenham se intensificado depois do colapso do Lehman Brothers, anteriormente a esse fato, já existiam críticas às proteções concedidas às contrapartes de derivativos.

Conforme já informado, o caso do LTCM gerou em uma corrida de resgates contra esse *hedge fund* levando pânico ao mercado e depreciação do valor dos ativos financeiros. O então presidente do Federal Reserve de Nova York chegou a declarar que “*a abrupta e desordenada liquidação das posições do Long-Term Capital impuseram riscos inaceitáveis para a economia americana*” (tradução livre).¹⁷²

Na sua visão, se as contrapartes conseguissem liquidar suas operações a valor e mercado, as eventuais perdas seriam mínimas. Todavia, quando há centenas de contrapartes vencendo ao mesmo tempo suas operações o mercado se move para baixo, gerando prejuízos não apenas às contrapartes das operações, mas a terceiros que não possuem qualquer operação com a empresa em recuperação.

Dessa forma, a possibilidade de vencer antecipadamente os contratos de derivativos e compensá-los imediatamente geraria um círculo vicioso pelo qual “*uma perda de confiança dos investidores, levando a uma corrida contra os créditos privados, levando a um aumento dos spreads de crédito, levando a novas liquidações de posições, e assim por diante*” (tradução livre).¹⁷³

¹⁷¹ É importante esclarecer que, para fins desse trabalho, vamos utilizar a expressão “*safe harbor*” para expressar a possibilidade de uma contraparte exercer seus direitos contratuais de vencimento antecipado, e excussão de garantias, mesmo durante o *stay period*.

¹⁷² Declaração do William J. McDonough, presidente do FED de NY realizada em 1 de outubro de 1998, disponível em <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/1998/mcd981001>

¹⁷³ MCDONOUGH, *Op. cit.* O próprio autor faz um detalhamento desse problema: “*Two factors influenced our involvement. First, in the rush of Long-Term Capital's counterparties to close-out their positions, other market participants -- investors who had no dealings with Long-Term Capital -- would have been affected as well. Second, as losses spread to other market participants and Long-Term Capital's counterparties, this would lead to tremendous uncertainty about how far prices would move. Under these circumstances, there was a likelihood that a number of credit and interest rate markets would experience extreme price moves and possibly cease to function for a period of one or more days and maybe longer.*”

Antes da crise de 2008, BLISS e KAUFMAN, com base em estudo da ISDA de 2004¹⁷⁴, informam que a exposição às cinco principais contrapartes representava 14,5% (quatorze e meio por cento) da sua exposição total, e caso fossem contabilizada as garantias, a exposição seria de 1,15% (um vírgula quinze por cento)¹⁷⁵. Dessa forma “*baseado nessa evidência, não parece que a falha de uma contraparte pudesse diretamente resultar na insolvência de outra contraparte.*” (tradução livre)¹⁷⁶

Assim sendo, a leitura era de que o risco sistêmico estava contido, já que a exposição entre pequena, não havendo necessidade de prerrogativas especiais para os detentores de derivativos de balcão.

Além disso, os autores também argumentam que a concessão do *safe harbors* pode induzir as partes negociarem com apenas uma outra contraparte, em razão de uma possível redução de custos, assim como diminuir a assimetria de informações. Nesse cenário, há uma tendência a concentração de operações em poucas instituições, o que ao final pode aumentar o risco sistêmico.¹⁷⁷

EDWARDS e MORRISON informam que outro problema com o vencimento antecipado dos derivativos é que as contrapartes são incentivadas a correr para vencer seus contratos, uma vez que se demorarem a realizar o vencimento eles podem ver os valores de suas garantias se deterioreem. Os autores chegam a afirmar que o vencimento antecipado de derivativos é análogo às corridas bancárias.¹⁷⁸

Informam ainda que o fato de que a venda de ativos de uma instituição pode ter um efeito de “*knock-on*” para outras pessoas que tenham ativos semelhantes àqueles que estão

¹⁷⁴ ISDA, in *Counterparty Credit Exposure among Major Derivatives Dealers*, de 31 de março de 2004, disponível em <http://www.isdadocs.org/speeches/pdf/Counterparty-Risk-Concentration-StudyISDA3-31-04.pdf>

¹⁷⁵ Entretanto, SCHWARCZ indica que essa estimativa pode não estar correta pois não leva em consideração o aumento da exposição em função das vendas forçadas, e também porque se baseia efetivamente na aplicação e execução dos acordos de compensação, que apenas são implementados na existência dos *safe harbors*. SCHWARCZ, Steven L., in *Derivatives And Collateral: Balancing Remedies And Systemic Risk*, University Of Illinois Law Review, Vol. 2015 nº 2, pag 707, disponível em https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5939&context=faculty_scholarship

¹⁷⁶ BLISS, Robert R. e KAUFMAN, George G., in *Derivatives and Systemic Risk: Netting, Collateral, and Closeout*, pag 18, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=730648

¹⁷⁷ BLISS, Robert R. e KAUFMAN, George G., in *Op. cit.*, pag 9

¹⁷⁸ EDWARDS, Franklin R. e MORRISON, Edward R., in *Op. cit.*, pag. 111

sendo vendidos.¹⁷⁹ Esse efeito gera, ao final, a reação em cadeia que as prerrogativas concedidas aos contratos de derivativos tentam evitar.¹⁸⁰ Isto é, ao invés de limitar o risco sistêmico, esse procedimento potencializa o risco de contágio.

Por fim, indicam que o vencimento antecipado de derivativos pode causar muitos danos à instituições sob recuperação nos casos deles terem operações de proteção (*hedge*). Nesses casos, a sua proteção será liquidada e a instituição sob recuperação terá dificuldades em montar nova operação, e se conseguir, provavelmente será em condições piores do que o contrato original.¹⁸¹ Alguns economistas denominam esse fenômeno de externalidade pecuniária.

Outros argumentos contrários a concessão de *safe harbor* se baseiam na premissa de que essa faculdade poderia conceder benefícios indevidos a determinados contratantes, em detrimento da maioria dos credores. Nesse caso, haveria uma distribuição desigual de recursos entre diferentes tipos de credores, o que seria naturalmente injusto.

ROE apresenta argumento de que a concessão de *safe harbor* cria os incentivos errados (e o conseqüente risco moral), uma vez que leva as partes a serem descuidadas com relação aos

¹⁷⁹ Esse ponto deve gerar uma reflexão, já que o argumento contrário seria de que, caso o mercado verificasse que determinada instituição está fragilizada, a tendência seria evitar de negociar com ela, o que acarretaria, na liquidação da primeira. Dessa forma, o *close out netting* seria benéfico já que permitiria que instituições em dificuldade conseguissem acesso a capital. Nesse sentido, MENDLE “*Market participants will consequently have strong incentives to cut back transactions with a troubled counterparty earlier than would be the case with netting and safe harbors, which in turn could worsen a counterparty’s financial difficulties. It is reasonable to assume that, in the absence of close-out netting, troubled firms would find it more difficult to manage their way out of financial difficulties, with the unintended consequence of an increase in overall insolvencies.*” MENGLE, David L., *Op. cit.*, pag. 1

¹⁸⁰ EDWARDS, Franklin R. e MORRISON, Edward R., in *Op. cit.*, pag. 112

¹⁸¹ EDWARDS, Franklin R. e MORRISON, Edward R., in *Op. cit.*, pag. 125

riscos de crédito das suas respectivas contrapartes¹⁸². Isso ocorre em razão das contrapartes terem certeza que em caso de inadimplemento receberiam seus créditos¹⁸³.

O autor entende que a concessão de prerrogativas pode diminuir os custos de transação, facilitando um aumento dos fluxos financeiros. Entretanto, essas proteções trazem consequências sistêmicas perigosas, uma vez que todos os agentes, de forma racional, vão buscar proteção por meio do *safe harbor*. De outra forma, as contrapartes vão tentar sempre utilizar operações de derivativos (mesmo que a operação inicialmente não necessitasse a utilização desse instrumento) de forma a se proteger.

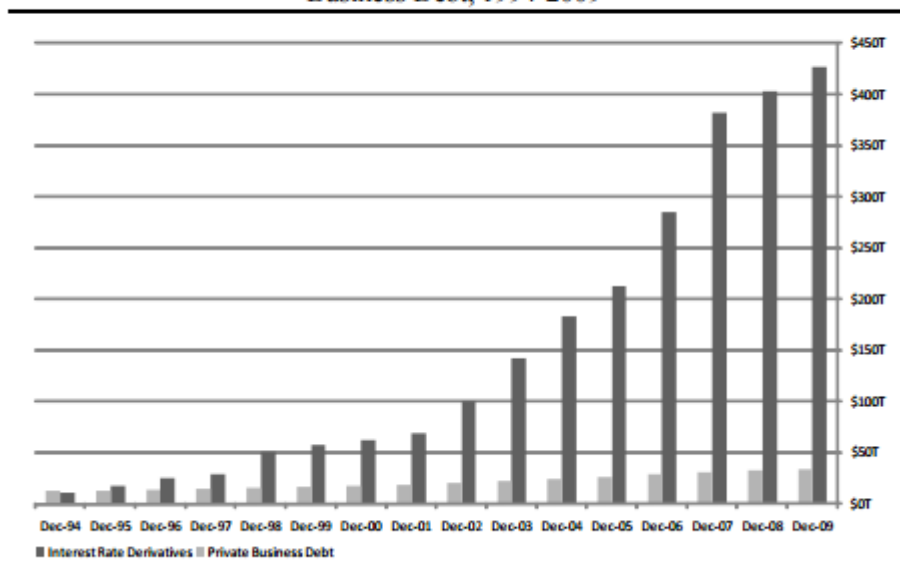
ROE apresenta o gráfico abaixo buscando demonstrar que as operações de derivativos tiveram um crescimento enorme frente aos títulos de renda fixa. De acordo com ele, a razão de tal descompasso foi decorrente da concessão do *safe harbor*¹⁸⁴:

¹⁸² ROE contrapõe seu argumento a afirmação de que as contrapartes seriam diligentes em analisar o risco de crédito das suas contrapartes, e esse diligência seria melhor do que qualquer regulação. Para exemplificar cita algumas afirmações de Alan Greenspan “*Alan Greenspan, who chaired the Federal Reserve, extolled the derivatives players’ “strong incentives to monitor and control [counterparty risk] . . . [P]rudent regulation is supplied by the market through counterparty evaluation and monitoring rather than by authorities. . . . [P]rivate regulation generally is far better at constraining excessive risk-taking than is government regulation.” (...)* As late as 2008, Greenspan praised “counterparties’ surveillance” as “the first and most effective line of defense against fraud and insolvency.” “JPMorgan,” he said, “thoroughly scrutinizes the balance sheet of Merrill Lynch before it lends. It does not look to the Securities and Exchange Commission to verify Merrill’s solvency.” ROE, Mark, *Ibid.*, pag 541

¹⁸³ MENGLE, David L., *Op. cit.*, pag. 11 entende que esse argumento é falho, uma vez que se a intenção é limitar a exposição das contrapartes, o correto é fazer isso por meio da regulação prudencial e não extinguindo a possibilidade compensar operações.

¹⁸⁴ ROE, Mark, *Ibid.*, pag 542

FIGURE 1
Growth in the Markets for Interest Rate Derivatives and for All Private
Business Debt, 1994-2009⁷



Fonte: ROE, Mark J., *Op. cit.*, pag 544

ROE informa que as prerrogativas concedidas às contrapartes de derivativos são justificadas como medidas que mitigam o risco de contágio entre as instituições. Entretanto, na sua visão, as prerrogativas não só podem causar contágio como o facilitam pela assimetria de informação e pela liquidação não ordenada de ativos.

Como já identificamos nos capítulos acima, o primeiro ocorre quando os participantes do mercado verificam que não possuem informações suficientes para analisar o risco de crédito e param de realizar operações até que obtenham maiores informações. O segundo ocorre quando partes diferentes vendem o mesmo ativo, pressionando seu preço (do ativo) de maneira negativa, e no caso de mercados não líquidos há certamente uma quebra brusca de preço, que pode gerar vencimento antecipado de outros contratos e criar um cenário adversos para todas as instituições.¹⁸⁵

¹⁸⁵ “The Bankruptcy Code allows derivatives and repo creditors, but not most others, to immediately seize and sell off their collateral, and to demand and keep eve-of-bankruptcy collateral, thereby facilitating collateral contagion. These two effects—information contagion and collateral-value contagion—are run-enhancing consequences of the superpriority rules we have. I show the logical links between the Code’s payment priorities and these two crisis exacerbating difficulties.” ROE, Mark, *Ibid.*, pag 545

Dessa forma, a concessão dessas prerrogativas gera incentivos errados aos participantes do mercado, pois cada um deixa de monitorar suas contrapartes, se valendo das prerrogativas como forma de garantir seus créditos¹⁸⁶. Assim, as partes tenderiam a constituir suas operações com base em contratos de derivativos, já que teriam mais segurança de receber seus créditos. De acordo com ROE

Bankruptcy priority perniciously weakens market discipline in the derivatives and repo markets because the stronger counterparties know that they often enough will be paid even if their derivatives or repo counterparty fails. Were the Bankruptcy Code super priorities not so broad, the failed firms' financial trading partners would have anticipated that they might not be paid if they had weak counterparties that failed. Understanding this, they would have been further incentivized to lower their exposure to a potential failure of Lehman, AIG, or Bear. Were the super priorities not in the Code, each failed firm would itself have been incentivized to substitute away from their own risky, often overnight financing and toward a stronger balance sheet to better attract trading partners. Were the super priorities not in the Code, the three firms' counterparties would have had reason to diversify away from some trades with the failed firms into trades with other financial firms. Were the super priorities not in the Code, the extra risk borne by counterparties would be more accurately priced and, at the higher pricing, we'd have had less systemically risky activity. Together, those incentives to market discipline should have made each of these three firms less financially central and less interconnected. They would likely have had less super priority debt. The financial system would have been more resilient.¹⁸⁷

Por fim, ROE indica que sempre alguém sairá perdendo em caso de resolução de uma instituição, e se os detentores de derivativos possuem menos riscos, os demais credores possuem mais.¹⁸⁸

LUBBEN é, então, enfático ao afirmar que “*closeout netting thus stands in complete opposition to chapter 11's raison d'être: the preservation of going concern value. The safe*

¹⁸⁶ SHERRILL discorda dessa opinião. Em sua visão, as partes que negociam derivativos tendem a se preocupar muito com o risco de contraparte, sendo essa uma das razões para elas buscarem operações de *hedge*. Além disso, em função da volatilidade dos derivativos, as partes estariam mais preocupadas com as consequências de negociar com uma contraparte instável. Dessa forma, “*a volatilidade, entretanto, geralmente leva a um aumento do foco no risco de contraparte, o que, por sua vez, aumenta a disciplina do mercado*” (tradução livre). SHERRILL, Mark D., in *In Defense of the Bankruptcy Code's Safe Harbors*, The Business Lawyer; Vol. 70, Fall 2015, pag 1033, disponível em https://us.eversheds-sutherland.com/portals/resource/lookup/poid/Z1tOI9NPluKPtDNIqLMRV56Pab6TfzcRXncKbDtRr9tObDdEnSJEPa3!/fileUpload.name=/TBL%2070-4_02Sherill.pdf

¹⁸⁷ ROE, Mark, *Ibid.*, pag 542

¹⁸⁸ Nesse caso, SHERRILL argumenta que o tratamento dado aos credores que tenham garantias, sejam eles financeiros ou não, é semelhante, razão pelo qual o *safe harbor* concedido às operações de derivativos de balcão não seriam um problema. SHERRILL, Mark D., *Op. cit.*, pag 1030

harbors facilitate close out netting, which in turn facilitates the destruction of going concern value”.¹⁸⁹¹⁹⁰

O problema de permitir essa liquidação total de contratos é que acaba por tornar impossível a recuperação de uma instituição. A partir do momento que grande parte de suas obrigações são vencidas antecipadamente e exigidas imediatamente, a instituição que já estava em dificuldades, certamente vai entrar em processo de liquidação, uma vez que não terá condições de realizar qualquer tipo de recuperação.

Nesses casos, o incentivo é que os credores vençam antecipado as suas obrigações e liquidem suas posições, de forma a não ter nenhuma exposição a uma instituição. Todavia, fatalmente esse cenário tende a levar a um contágio entre instituições.¹⁹¹

Com essa atuação (destaque-se, racional de cada credor) há uma pressão e corrida dos credores frente aos ativos da instituição sob recuperação, acarretando uma verdadeira desordem no mercado. Dessa forma, ao invés do *safe harbor* trazer estabilidade, ele acaba por criar mais desordem.

Outro problema identificado com o *safe harbor* e os acordos de compensação é que este permite inclusive a compensação de créditos que tenham sido adquiridos depois da instituição ter entrado em recuperação.¹⁹²

¹⁸⁹ LUBBEN, *Op. cit.*, pag 11

¹⁹⁰ MENGLE apresenta uma crítica a esse argumento, informando que pela própria natureza dos derivativos, e a flutuação de seus preços, impedir uma liquidação da posição é prejudicial ao mercado. “*Subjecting derivatives to automatic stays would not in fact preserve the status quo. Again, the nature of derivatives and other financial contracts is that their values depend on the ebb and flow of markets. That is, markets will move and values will change, possibly adversely, with the consequence that the status quo cannot be preserved, even by stays on the ability of counterparties to terminate and close-out their contracts (Summe 2009). The safe harbors recognize this reality by providing derivatives counterparties with a means of controlling their exposures and minimizing losses. If safe harbors were revoked, there would almost certainly be a redistribution of risk from holders of loans, bonds, and physical assets, the values of which are unlikely to change significantly during a delay period, toward counterparties of derivative and other financial contracts, which will be at the mercy of risks that are essentially beyond control. Again, it is difficult to understand how such a redistribution and its associated deadweight losses would improve efficiency.*” MENGLE, David L., *Op. cit.*, pag 13

¹⁹¹ De acordo com ROE: “*Critics of that view have already shown that priority could also knock the weak but-not-yet-dead firm out as superpriorities encourage strong counterparties to grab the weaker firm’s assets quickly, inducing old-style bank runs.*” ROE, Mark, *Ibid.*, pag 567

¹⁹² ROE, Mark, *Ibid.*, pag 571

GORTON e METRICK indicam que o *safe harbor* auxilia no aumento do *shadow banking*.¹⁹³ Nesse sentido, há a possibilidade de pessoas (que não instituições financeiras, usualmente *hedge funds*¹⁹⁴) realizem contratos financeiros e atuem de forma semelhantes aos bancos, na concessão de créditos e eventuais seguros (por meio de derivativos de crédito). Como não estão vinculados a uma regulação prudencial, nem mesmo são supervisionados pelos reguladores bancários, essas pessoas podem trazer risco ao sistema financeiro.

Entretanto, a utilização das cláusulas de *close out netting* não significa sua aplicação instantânea e imediata em casos de insolvência. O que se verifica atualmente, especialmente em decorrência dos problemas enfrentados na falência do Lehman Brothers é que a aplicação irrestrita das regras de *close out netting* poderia ser prejudicial para eventual recuperação da instituição.

¹⁹³ GORTON, Gary e METRICK, Andrew, in *Regulating the Shadow Banking System*, disponível em https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2010/09/2010b_bpea_gorton.pdf. Os autores definem o shadow banking e a razão pela qual eles competem com o sistema bancário tradicional “*In its broadest definition, shadow banking includes such familiar institutions as investment banks, money-market mutual funds (MMMFs), and mortgage brokers; some rather old contractual forms, such as sale-and-repurchase agreements (repos); and more esoteric instruments such as asset-backed securities (ABSs), collateralized debt obligations (CDOs), and asset-backed commercial paper (ABCP). (...) Shadow banking is the outcome of fundamental changes in the financial system in the last 30 to 40 years, as a result of private innovation and regulatory changes that together led to the decline of the traditional banking model. Faced by competition from nonbanks and their products, such as junk bonds and commercial paper, on the asset side of their balance sheets, and from MMMFs on the liability side, commercial banks became less profitable and sought new profit opportunities. Slowly, traditional banks exited the regulated sector. In this section we review in more detail the three important changes in banking discussed briefly above: MMMFs, securitization, and repos.*”

¹⁹⁴ Mas podem ser outras entidades, tais como seguradoras, fundos de pensão, e qualquer participante do mercado que possa gerar exposição, e eventualmente está sujeito a corridas de saques de valores.

5. MODIFICAÇÕES REGULATÓRIAS SOBRE O MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO PÓS QUEBRA DO LEHMAN BROTHERS

A intenção desse capítulo é analisar as principais alterações regulatórias referente ao mercado de derivativos de balcão, em especial sobre as regras de vencimento antecipado e de *stay period* para esses ativos financeiros.

Não será objeto desse capítulo a análise da criação de regras prudenciais sobre as instituições financeiras (incluindo aquelas que possam limitar a exposição ao mercado de derivativos de balcão), ou eventuais regramentos que exijam que derivativos sejam liquidados em contrapartes centrais.

O objetivo é tratar a forma como os órgãos internacionais e algumas jurisdições trataram os problemas decorrentes do vencimento antecipado e da compensação das operações dos derivativos de balcão no caso de insolvência de uma instituição financeira.

Frente às críticas apresentadas no capítulo anterior, organismos internacionais sugeriram a criação de um *stay period* que evitaria os efeitos indesejados do vencimento antecipado imediatamente, como será visto mais abaixo.

Inicialmente, vamos apresentar os contra-argumentos às críticas apresentadas no capítulo anterior de forma a buscar apresentar a razão pela qual a possibilidade de vencimento antecipado e compensação de obrigações dentro dos derivativos de balcão foram mantidas, embora com a criação de um *stay period*.

5.1 Balanceando *Safe Harbor*, Compensação, Estabilidade Sistêmica e Liquidez

A primeira constatação é que tanto os defensores das prerrogativas especiais para os contratos financeiros nos casos de insolvência (*safe harbor*) e suas críticas, buscam justificativa em eventual perigo de contágio e aumento do risco sistêmico.

Os primeiros defensores argumentam que a possibilidade de vencimento antecipado dos contratos de derivativos em casos de insolvência de instituição financeira ajuda a mitigar o risco sistêmico já que as contrapartes ficam menos expostas a eventual risco de crédito. Assim, não

havendo o risco de contraparte, as instituições financeiras não insolventes poderiam manter suas operações normais e eventual contágio seria mitigado.

Já os segundos defensores entendem, por outro lado, que a concessão dessa prerrogativa aos contratos de derivativos auxilia, na verdade o implemento do risco sistêmico, uma vez que, quando todas as contrapartes vencem ao mesmo tempo seus contratos há um desalinhamento no mercado e pressão negativa sobre os preços dos ativos.

PAECH busca mudar essa visão indicando que a função do *safe harbor* é prover liquidez ao sistema¹⁹⁵. Isto é, a possibilidade de vencimento antecipado de operações e sua compensação imediata concede ao mercado liquidez imediata e uso eficiente dos colaterais prestados¹⁹⁶.

Além disso, PEACH informa que a discussão sobre a concessão do *safe harbor* para operações com derivativos de balcão é maior nos EUA do que em outras jurisdições. Na sua visão, isso ocorre porque a legislação americana é amigável com a parte devedora (insolvente), em função da regra geral permitir que o administrador da parte insolvente aceite e rejeite contratos (*cherry picking*), além de exigir que a parte não inadimplente continue cumprindo suas obrigações¹⁹⁷.

Nas demais jurisdições, a preocupação maior é com a manutenção da liquidez e a possibilidade de transferência de ativos para a economia de maneira célere, mantendo a eficiência do mercado¹⁹⁸.

¹⁹⁵ PAECH, Philipp, in *The Value of Insolvency Safe Harbors*, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2578521 e PAECH, Philipp, in *Repo and Derivatives Portfolios Between Insolvency Law and Regulation*, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2984199

¹⁹⁶ PAECH, Philipp, *Op. cit.*, pag 30

¹⁹⁷ PAECH, Philipp, *Op. cit.* pags 9 e 10 “In US law, by contrast, termination of executory contracts upon insolvency motivated solely by the financial position of the insolvent (*‘ipso-facto clause’*) is expressly prohibited and the set-off of any debt owing to the debtor is stayed from the moment the petition is filed. Also, the trustee can cherry-pick, choosing contracts favourable to the insolvent estate and rejecting the others, thus disintegrating what was originally intended for liquidation in bloc. As a result, the non-defaulting party must perform on contracts that are unfavourable from its point of view or else pay damages (largely corresponding to the replacement cost) for non-performance, yet will receive only part of the damages provided for those broken contracts that are favourable to it. It is worth emphasising that these principles apply not only in the context of reorganisation proceedings but also in the event of liquidation, evidence that the idea of saving a business is paramount in US bankruptcy law, or, in other words, of its pronounced debtor-friendliness.”

¹⁹⁸ PAECH, Philipp, *Op. cit.*, pag 14

Nesse sentido, é importante destacar que na Europa vigora desde 2002 a Diretiva sobre Garantias Financeiras¹⁹⁹. A intenção dessa Diretiva é garantir que determinadas previsões inseridas nas regulações de insolvência não fossem aplicadas à liquidação e compensações de garantias²⁰⁰.

PAECH chega a argumentar que o *safe harbor* é neutro com relação a criação de risco sistêmico. Na sua visão “*embora possa contribuir para isso em alguns cenários podem também reduzir em outros*”.²⁰¹ Dessa forma, como o *safe harbor* permite a manutenção da liquidez em níveis altos, enquanto permite o risco de crédito ser neutro, ele consegue baixar os custos de transação sendo benéfico ao mercado.

Por fim, PAECH entende que a diminuição do risco de contraparte encoraja as instituições a realizarem operações com derivativos e concede mais segurança a esse mercado. Informa ainda que eventual risco moral decorrente da concessão de *safe harbor* e a possibilidade de compensação de operações, não deve ser mitigado por meio da exclusão dessa prerrogativa, mas sim pela criação de regras prudências que criem os incentivos corretos para as instituições²⁰².

Dessa forma, os reguladores se viram em uma situação de decidir como tratar as operações de derivativos entre contrapartes financeiras, no caso de uma delas entrar em regime de insolvência. De um lado, se não for permitida a compensação e liquidação de contratos imediatamente há o risco de contágio para as contrapartes adimplentes.

¹⁹⁹ Financial Collateral - Directive 2002/47/EC, disponível em https://ec.europa.eu/info/law/financial-collateral-directive-2002-47-ec_en

²⁰⁰ “Article 7 - Recognition of close-out netting provisions. 1. Member States shall ensure that a close-out netting provision can take effect in accordance with its terms: (a) notwithstanding the commencement or continuation of winding-up proceedings or reorganisation measures in respect of the collateral provider and/or the collateral taker; and/or (b) notwithstanding any purported assignment, judicial or other attachment or other disposition of or in respect of such rights. 2. Member States shall ensure that the operation of a close-out netting provision may not be subject to any of the requirements that are mentioned in Article 4(4), unless otherwise agreed by the parties.”

²⁰¹ PAECH, Philipp, *Op. cit.*, pag 23

²⁰² . PAECH, Philipp, *Op. cit.*, pag 31 “Regulation is able to address the vast majority of adverse systemic effects in which safe harbors may have a (smaller or larger) share, notably by establishing requirements for liquidity buffers, mandatory haircuts, initial margin requirements, central clearing etc., and in respect of risk-taking behaviour in a more selective way, without choking the liquidity made possible by the safe harbors.”

De outro lado, permitir a liquidação dos contratos imediatamente gera uma instabilidade grande no mercado, com possível pressão negativa no valor dos ativos e dificuldade de recuperar a instituição.

Nesse último caso, se todas as contrapartes vencerem seus contratos de forma antecipada, não há muito o que recuperar da instituição. Ela deverá ser liquidada e seus bens serão rateados pelos demais credores (com exceção daqueles que já excutiram integralmente as suas garantias e receberam a totalidade de seus créditos).

A discussão sobre provisão de liquidez também é importante, e levada em consideração pelos reguladores. De acordo com PAECH os reguladores tendem a privilegiar a liquidez e o adequado funcionamento do mercado, razão pela qual os *safe harbors* são concedidos²⁰³.

Na seção abaixo vamos analisar como os reguladores endereçaram esses problemas, focando no tratamento a ser dado às partes de um derivativo de balcão no caso de uma das partes, sendo instituição financeira, entre em regime de insolvência.

5.2 Recomendações Internacionais Para o Vencimento Antecipado de Contratos, incluindo os Derivativos de Balcão

Antes de analisar as recomendações específicas, cabe a apresentar a preocupação de LASTRA com a dificuldade da regulação global: a definição do que regular e quais tipos de atividade exigem regulação global, isto é, buscar definir os limites da atuação bancária e quais atividades que podem gerar risco²⁰⁴.

²⁰³ PAECH, Philipp, *Op. cit.*, pags 30-31 “Yet legislators, in their normative decisions, opt for liquidity and strong growth of the financial market — an argument well-known in the world of traditional security interests, which generally privileges major market players for the sake of a more liquid lending market. To the extent that safe harbors are based on a systemic risk rationale, this is at odds with reality — the main argument, at least today, is liquidity.”

²⁰⁴ “Um dos problemas mais espinhentos da regulação bancária internacional é a definição dos propósitos de supervisão sobre o que exatamente constitui um banco. O fruto desse conceito, em um mundo onde estão cada vez mais nebulosas as fronteiras entre diversos de intermediários financeiros, é pré-requisito para as discussões que se seguem. De acordo com o enfoque de bancos especializados (ou ‘de nicho’), a intermediação financeira deveria permanecer claramente separada da negociação e subscrição de valores mobiliários; e a supervisão preventiva deveria visar a proteção da poupança pública. Em sentido contrário, o modelo alemão de banco universal entende bancos como instituições provedoras de todos serviços financeiros, lidando com depósitos, empréstimos comerciais e negociação com valores mobiliários (e mesmo participações industriais). O propósito da supervisão não é somente proteger a poupança pública, mas salvaguardar a estabilidade do sistema bancário e ajudar a evitar rupturas no acesso ao crédito por agentes econômicos.” LASTRA, Rosa Maria, **Banco Central e Regulamentação Bancária**, Editora Del Rey, 2000, pag 130.

No caso das instituições financeiras, o que se verificava era que as instituições atuam de forma global, mas a regulamentação permanecia baseada em nível nacional, o que gera dificuldades e permite uma arbitragem regulatória, de forma que as instituições buscam atuar em jurisdições que tenham menores exigências regulatórias²⁰⁵.

Nesse sentido, a crise do Lehman Brothers apresentou as dificuldades de como contrapartes baseadas em outras jurisdições poderiam executar seus direitos e contratos. Esse fato, levou aos reguladores a buscar formas de organizar adequadamente a liquidação de uma instituição global e criar uma cooperação entre reguladores, de forma que estes pudessem aceitar e implementar ordens vindas de outro regulador financeiro²⁰⁶.

Além disso, no caso de instituições complexas e globais, algumas jurisdições como os Estados Unidos e o Reino Unido, propuseram uma definição chamada de *Single Point of Entry* por meio do qual as autoridades de resolução poderiam cooperar (isto é, a autoridade de resolução de uma jurisdição teria competência para decretar atos em outro país)²⁰⁷.

²⁰⁵ “As instituições financeiras, apesar de suas ambições globais e presença internacional, permanecem basicamente sujeitas ao controle das autoridades de supervisão nacional. O negócio bancário permanece um setor sensível no centro das preocupações de uma nação, onde os privilégios e interesses ocultos estão disponíveis e a manutenção da confiança pública ‘nacional’ justifica a maior atenção por parte das autoridades domésticas. A despeito do quanto os bancos se expandam internacionalmente, eles permanecem reconhecidos como entidades legais sob leis domésticas do local de sua constituição (apesar do tratamento diferente às subsidiárias). Assim, diferenças constitucionais, hábitos nacionais e, às vezes, oligopólios nacionais podem obstruir a coordenação internacional, e podem comprometer outros esforços regionais, como a coordenação supranacional dessas práticas bancárias de supervisão no nível da CE.” LASTRA, *Ibid.*, pag 131.

²⁰⁶ Para maiores informações acessar: BIS, in **Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group**, disponível em <https://www.bis.org/publ/bcbs169.pdf>. O FSB recomenda uma cooperação entre jurisdições para evitar esses problemas: “8. Crisis Management Groups (CMGs)

8.1 Home and key host authorities of all G-SIFIs should maintain CMGs with the objective of enhancing preparedness for, and facilitating the management and resolution of, a cross-border financial crisis affecting the firm. CMGs should include the supervisory authorities, central banks, resolution authorities, finance ministries and the public authorities responsible for guarantee schemes of jurisdictions that are home or host to entities of the group that are material to its resolution, and should cooperate closely with authorities in other jurisdictions where firms have a systemic presence.

8.2 CMGs should keep under active review, and report as appropriate to the FSB and the FSB Peer Review Council6 on: (i) progress in coordination and information sharing within the CMGs and with host authorities that are not represented in the CMGs; (ii) the recovery and resolution planning process for G-SIFIs under institutionspecific cooperation agreements; and (iii) the resolvability of G-SIFIs.” FSB, **Key Attributes**, 2014, pag 14

²⁰⁷ Para uma visão crítica desse instituto verificar HERRING, Richard, in **The Challenge of Resolving Cross-Border Financial Institutions**, 31 Yale J. on Reg. (2014), disponível em <http://digitalcommons.law.yale.edu/yjreg/vol31/iss3/10>

Dessa forma, a instituição financeira deveria segregar suas funções, áreas e departamentos diferentes com o intuito de poder manter as suas atividades e diminuir o risco de contágio entre as diferentes áreas e empresas.

Além disso, depois da crise de 2008, os reguladores bancários verificaram que tiveram que socorrer uma série de instituições financeiras, e em muitos casos tiveram que aportar recursos públicos em instituições que estavam ilíquidas. Esse salvamento, embora necessário, foi alvo de muitas críticas²⁰⁸ em especial pelo eventual risco moral embutido²⁰⁹.

Os reguladores bancários, reunidos no FSB, buscaram identificar quais foram os pontos sensíveis e quais foram as falhas regulatórias existentes, e publicaram²¹⁰ um documento²¹¹ (*Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*) apresentando os principais princípios que os reguladores entendem que sejam necessários para a recuperação e resolução de instituições financeiras.

Destaque-se que esse documento do FSB é destinado a padronizar e harmonizar regras acerca da insolvência bancária, não entrando em sugestões de regulações prudenciais. Para as regulações prudenciais (que não são objeto desse estudo), o Comitê de Basileia publicou os novos Acordos (Basileia III, que está entrando em vigor²¹²) que tratam da exigência de capital prudencial, análise de risco de operações, até a necessidade de liquidação de derivativos em CCP²¹³.

²⁰⁸ Consolidando as críticas, citamos AVGOULEAS, Emilio e GOODHART, Charles, in *Critical Reflections on Bank Bail-ins*, Journal of Financial Regulation, 2015, 3-29, disponível em <https://academic.oup.com/jfr/article/1/1/3/2357875>

²⁰⁹ Como foi informado, nesse caso, o risco moral se configura pela impressão de que em caso de insucesso os governos centrais irão salvar os bancos, sob o argumento de manter a estabilidade do sistema. Dessa forma, os administradores das instituições podem ter os incentivos errados para buscar maiores retornos (assumindo maiores riscos), e no caso de insucesso as perdas serão auferidas pelos respectivos Tesouros Nacionais.

²¹⁰ Uma primeira versão foi publicada em 2011 e uma revisão dos atributos foi disponibilizada em 2014

²¹¹ Disponível em http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf

²¹² Para maiores informações acessar estudo da ANBIMA: Basileia III no Brasil, disponível em http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/basileia-iii-no-brasil.htm

²¹³ Embora tratem de derivativos, a intenção desse trabalho não é tratar da forma como os derivativos devem ser negociados, se em mercado de bolsa ou de balcão. Estamos tratando exclusivamente dos direitos e deveres das contrapartes de derivativos de balcão caso uma instituição financeira entre em regime de insolvência.

Os atributos do FSB têm como objetivo principal a criação de um regime de recuperação e resolução de instituições financeiras sistemicamente relevantes²¹⁴, com as seguintes premissas: (i) resolução ordenada; (ii) sem a utilização de recursos públicos (ou ao menos em expor os recursos públicos a perdas); e (iii) manutenção das suas funções econômicas vitais. De acordo com o FSB:

O objetivo de um efetivo regime de resolução é fazer possível a resolução de instituições financeiras sem severa disrupção sistêmica e sem expor os recursos públicos a perdas, enquanto protege as funções econômicas vitais por meio de mecanismos que permitam que os acionistas e credores sem garantias absorvam perdas. (tradução livre)²¹⁵

Para tanto, de acordo com o FSB, um efetivo regime de resolução deveria²¹⁶, dentre outros: (i) garantir a continuidade de serviços financeiros sistemicamente importantes, em especial os arranjos de pagamento, liquidação e compensação de operações; (ii) alocar eventuais perdas nos acionistas e credores não garantidos; (iii) não confiar, nem aguardar, em um socorro financeiro com recursos públicos; (iv) evitar distribuição desnecessária de valor dos ativos da instituição; (v) providenciar uma resolução rápida e transparente; (vi) cooperação internacional; (vii) garantir que as instituições não viáveis deixem o mercado de forma ordenada; e (viii) criar os incentivos corretos para a disciplina do mercado.

De forma a implementar esses objetivos, cada jurisdição deverá conceder poderes a uma autoridade de resolução (usualmente os próprios bancos centrais, mas no caso dos EUA é o FDIC) com uma ampla gama de poderes e ferramentas para resolver instituições financeiras. Os mecanismos de resolução se dividem em 2 (dois), sendo o primeiro denominado estabilização e o segundo liquidação.

No caso da estabilização, a intenção é buscar a manutenção das atividades fundamentais por meio da venda ou transferência da totalidade ou parte da instituição para terceiros, ou por

²¹⁴ De acordo com o FSB, as instituições sistemicamente relevantes são “*financial institutions whose distress or disorderly failure, because of their size, complexity and systemic interconnectedness, would cause significant disruption to the wider financial system and economic activity.*” Para a lista de instituições financeiras globalmente relevantes acessar: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/2016-list-of-global-systemically-important-banks-G-SIBs.pdf>

²¹⁵ FSB, *Key Attributes*, 2014, pag 3

²¹⁶ FSB, *Key Attributes*, 2014, pag 3.

meio da sua capitalização. Nessa possibilidade, a instituição pode ser desmembrada e mantida apenas parte dela, sendo a outra liquidada.

No regime de estabilização, a autoridade de resolução possui poderes e ferramentas para adotar as medidas que entenda necessárias para a manutenção das atividades essenciais e poderá contar com suporte de eventuais fundos de resolução, que podem ser criados e mantidos pelas instituições financeiras²¹⁷.

Por seu turno, na hipótese de liquidação a intenção é excluir a instituição do mercado, e promover, de forma ordenada, o encerramento de suas atividades. Nesse caso, um dos objetivos é proteger os depositantes, em especial os investidores de varejo.

De forma a buscar alcançar esses objetivos, as instituições financeiras sistemicamente relevantes devem elaborar planos de recuperação e resolução, que contenha os procedimentos que a administração da companhia deverá seguir caso enfrente cenários de estresse, ou seja exigida pela autoridade de resolução. Esses planos devem prever como a instituição financeira buscará se capitalizar e/ou manter suas atividades essenciais.

No caso de estabelecimento de um regime de liquidação, a tendência é que todos os contratos sejam efetivamente terminados, havendo menos incentivos para a manutenção de contratos de derivativos em aberto.

Com base nas premissas acima apresentadas, o FSB recomenda que as jurisdições nacionais ajustem suas legislações sobre o tema. Com relação especificamente ao vencimento antecipado de contratos, sua liquidação e compensação (isto é a implementação do *close out netting* durante o *stay period*), o FSB informa, em seu Atributo nº 4²¹⁸ que:

²¹⁷ Não é objeto desse trabalho analisar os poderes concedidos às autoridades de resolução, entretanto, entendemos importante listar as principais ferramentas recomendadas pelo FSB, no princípio 3.2 dos Atributos Chaves: (i) substituição dos administradores da instituição; (ii) indicar nova administração; (iii) poderes para operar a instituição, incluindo a possibilidade de terminar e transferir contratos, comprar e vender ativos; (iv) garantir a continuidade de suas funções essenciais; (v) se sobrepor a direitos dos acionistas, de forma a permitir eventuais fusões, e aquisições da totalidade ou parte da instituição; (vi) transferência de ativos e obrigações para terceiros; (vii) criação de instituição temporária (*bridge bank*); (viii) constituição de veículos para administração de portfólio problemático; (ix) realizar o *bail-in*; (x) suspender o exercício do direito de vencer antecipadamente contratos; (xi) suspender o pagamento de débitos; e (xii) realizar pagamentos de clientes segurados.

²¹⁸ FSB, *Key Attributes*, 2014, Attribute 4 - *Set-off, netting, collateralisation, segregation of client assets*, pag 10.

4.2. Sujeito as devidas salvaguardas, a decretação de algum regime de resolução e o exercício de qualquer ferramenta de resolução não deverá disparar qualquer direito de liquidação ou constituir um evento que permita qualquer contraparte da instituição sob resolução exercer o vencimento antecipado de contratos, desde que as principais obrigações contratuais continuem sendo adimplidas.

4.3. Caso os direitos de vencimento antecipado sejam exercidos, as autoridades de resolução devem ter poderes para suspender temporariamente tais direitos, caso sua razão seja exclusivamente a decretação de regime de resolução ou o exercício de alguma ferramenta de resolução. Esta suspensão deve:

- (i) ter prazo restrito de duração (por exemplo, por um período não superior a 2 dias úteis);
- (ii) estar sujeito as devidas salvaguardas para proteger a integridade dos contratos financeiros e conceder certezas às contrapartes; e
- (iii) não impedir o exercício do direito de vencimento antecipado de uma contraparte contra a instituição que sofreu o regime de resolução no caso de qualquer evento de *default* não vinculado com a entrada da instituição em regime de resolução, ocorrido antes, durante ou após o período de suspensão (por exemplo, o não pagamento de qualquer valor, ou não depósito ou entrega de garantias e demais colaterais na data prevista). (tradução livre)

Na próxima seção vamos analisar os objetivos principais por detrás dessa recomendação e como eles se relacionam com os derivativos de balcão.

5.3 Objetivos da Suspensão Temporária de Vencimento Antecipado e os Derivativos de Balcão²¹⁹

Conforme identificado acima, o FSB recomenda que as autoridades de resolução possam impedir o vencimento antecipado de contratos, aí inclusos os derivativos de balcão, caso este decorra exclusivamente da decretação e algum regime de resolução.

Dessa forma, as cláusulas contratuais que permitem o vencimento antecipado do contrato pelo simples fato de ter sido decretada a intervenção de uma instituição financeira podem ser suspensas.

Entretanto, essa suspensão tem alguns requisitos: (i) o contrato deve estar sendo devidamente cumprido; (ii) ter prazo curto (recomendado por 2 dias); e (iii) não se aplica no caso de descumprimento de obrigação financeira de pagamento ou depósito de garantias e margem.

²¹⁹ É importante destacar, mais uma vez, que não estamos, nesse trabalho, tratando de operações de derivativos realizadas perante contrapartes centrais (CCPs). Apenas informamos que nesses casos, o *stay period* não se aplica, sendo as operações liquidadas dentro das respectivas câmaras.

Recapitulando a crise com o Lehman Brothers, quando houve o pedido de recuperação da *holding* da instituição, ele disparou os gatilhos que permitiam o vencimento antecipado de uma série de contratos, e pelo *safe harbor* garantido aos derivativos de balcão, eles puderam ser liquidados e compensados imediatamente.

O vencimento antecipado de grandes quantidades de contrato ao mesmo tempo gerou um tremendo desarranjo no mercado, com vendas forçadas de ativos e dificuldade em resolver a instituição.

Tendo em vista esse histórico, os reguladores internacionais identificaram que a forma como o Lehman Brothers foi resolvida não pode ser considerada como adequada. Nesse caso, as prerrogativas concedidas aos detentores de derivativos de balcão não ajudaram a mitigar o risco sistêmico, e sim a alastrá-lo. Além disso, a corrida aos ativos da instituição levou a uma perda de valor dela, o que prejudicou os credores não garantidos.

Entretanto, reconheceram que os contratos de compensação (*close out netting*) são importantes para a mitigação do risco de contágio entre as instituições, e uma ferramenta relevante para mitigação de risco e eliminação da exposição à contraparte.

Dessa forma, a sugestão do FSB é a suspensão da possibilidade de vencimento antecipado por um breve período. Esse *stay period* evita que a instituição sob regime de recuperação se depare com todas as suas obrigações (ou boa parte delas) sendo exigidas imediatamente. De acordo com o FSB “o vencimento antecipado de uma grande quantidade de contratos financeiros, uma vez decretada o regime de resolução, poderá resultar em uma corrida desordenada, gerando instabilidade no mercado e frustrando a implementação das medidas de resolução” (tradução livre)²²⁰.

Nesse interim, a autoridade de resolução poderia transferir esses contratos ou mesmo capitalizar a instituição. Nessas hipóteses, mesmo ultrapassado o período de suspensão, o contrato não poderia ser vencido antecipadamente. Esse período permite um tempo mínimo para que seja buscado alguma solução de mercado.²²¹

²²⁰ FSB, *Key Attributes*, 2014, pag 51

²²¹ Conforme estudo do FMI “As close-outs potentially destroy the value of a financial institution that might otherwise be sold or transferred as a going-concern, the Key Attributes call for the resolution authorities to be

Nesse sentido, PAECH chega a afirmar que essa regra foi gerada para “evitar os efeitos adversos” da liquidação de contratos²²². Informa ainda que se por um lado o *close out netting* e o *safe harbor* concedido para os derivativos de balcão inibem de forma eficiente a possibilidade de contágio de risco de crédito, esse mecanismo pode desenvolver efeitos sistêmicos adversos pela transmissão de outros riscos.²²³

Dessa forma, a intenção da regra, ao final, é evitar grandes modificações no balanço das instituições, em especial que os passivos não sejam exigidos imediatamente. Assim, a autoridade de resolução poderá obter uma foto correta do balanço da instituição (sem ter que os ativos dessa tenham sido pressionados por eventual venda forçada) e possui tempo (mesmo que de 2 dias) para identificar os contratos que precisam ser transferidos para instituições saudáveis²²⁴.

5.4 Condições para o *Stay Period*

O FSB além de apresentar os princípios gerais do *stay period* ainda indica as condições como esse período de suspensão deve ser implementado pelas jurisdições. De acordo com o item 2 do Anexo 5 dos Atributos Chave²²⁵:

able to stay temporarily the execution of these provisions in connection with the exercise of any resolution powers.” Fundo Monetário Internacional, in **The Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions— Progress to Date and Next Steps**, 2012, pag 12, disponível em <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/082712.pdf>

²²² PAECH, Philipp, *Op. cit.*, pags 20.

²²³ PAECH, Philipp, *Op. cit.*, pags 20. “*The recent introduction of bank resolution regimes has addressed these concerns directly by introducing a short 2-day stay on liquidation (which is imposed by regulatory order and prohibits any termination, set-off or enforcement of collateral), expressly conceived to avoid adverse the systemic effects of liquidation. Thus, while, on the one hand, credit risk contagion is effectively inhibited by close-out netting and collateral as protected by safe harbor rules, it is also true that, on the other hand, these mechanisms can at the same time develop adverse systemic effects through other transmission mechanisms.*”

²²⁴ Esse é a justificativa encontrada na Diretiva Europeia de Recuperação e Resolução Bancária (**EU Bank Recovery and Resolution Directive**), segundo o qual “(94) *In order to ensure that resolution authorities, when transferring assets and liabilities to a private sector purchaser or bridge institution, have an adequate period to identify contracts that need to be transferred, it might be appropriate to impose proportionate restrictions on counterparties’ rights to close out, accelerate or otherwise terminate financial contracts before the transfer is made. Such a restriction would be necessary to allow authorities to obtain a true picture of the balance sheet of the failing institution, without the changes in value and scope that extensive exercise of termination rights would entail. In order to interfere with the contractual rights of counterparties to the minimum extent necessary, the restriction on termination rights should apply only in relation to the crisis prevention measure or crisis management measure, including the occurrence of any event directly linked to the application of such a measure, and rights to terminate arising from any other default, including failure to pay or deliver margin, should remain.*” Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TEXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0059&from=EN>

²²⁵ FSB, *Key Attributes*, 2014, pag 52

2.1 O período de suspensão temporário do direito de vencimento antecipado deve se sujeitar as seguintes condições:

- (i) O período de suspensão se aplica exclusivamente aos direitos de vencimento antecipado decorrentes da entrada em resolução ou em conexão com a utilização das ferramentas de resolução (incluindo, por exemplo, a mudança de controle societário ou alteração de seu objeto social decorrentes dos procedimentos de resolução);
- (ii) O período de suspensão tem prazo estritamente limitado (por exemplo, por um período que não exceda dois dias úteis);
- (iii) A autoridade de resolução deverá transferir a totalidade dos contratos com uma determinada contraparte para uma nova entidade, e não deverá ser permitido transferir contratos individuais e sujeitos a acordos de compensação (“*no cherry-picking rule*”);
- (iv) Para contratos que sejam transferidos a terceiros ou instituição ponte (*bridge institution*), o adquirente deverá assumir todos os direitos e obrigações relativos aos contratos transferidos;
- (v) O direito de vencimento antecipado da contraparte deve ser garantido nos casos de qualquer descumprimento contratual ocorrido antes, durante ou depois do período de suspensão e que não seja relacionado com a entrada em resolução da instituição ou do exercício das ferramentas de resolução pela autoridade de resolução (por exemplo, o descumprimento da realização de algum pagamento ou falha na entrega ou retorno de garantias na data correta);
- (vi) Decorrida a transferência dos contratos financeiros, os direitos de vencimento antecipado das contrapartes contra o adquirente estarão preservados, no caso da ocorrência de descumprimento contratual;
- (vii) As contrapartes podem exercer o direito de compensar obrigações imediatamente no final do período de suspensão, ou antes, caso a autoridade de resolução informe que os contratos não serão transferidos; e
- (viii) Após o período de suspensão, os direitos de vencimento antecipado podem ser exercidos com relação aos contratos que não tiverem sido transferidos para terceiros, instituição ponte (*bridge institution*) ou autoridade pública. (tradução livre)

Aparentemente, o FSB tem preocupação com a implementação dos acordos de compensação e entendem que eles são importantes para a mitigação do risco de contraparte e, por sua vez, para evitar um risco sistêmico. Entretanto, também verificou que o vencimento antecipado de grande soma de contratos pode gerar desordem e instabilidade no mercado.

Com essas premissas, o FSB buscou criar condições de possibilitar a recuperação de instituições financeiras (impedindo o vencimento antecipado e liquidação desordenada de contratos), sem extinguir ou retirar direitos das contrapartes (já que garante os direitos de vencimento antecipado em certas ocasiões).

Para tanto, estabeleceu a seguinte condição: se os contratos estiverem sendo cumpridos, incluindo a devida composição de garantias, eles não poderão ser vencidos durante o *stay period* (que, destaque-se, é um período curto de tempo).

Essa condição visa manter o balanço da instituição sem grandes alterações permitindo a continuidade dos negócios usuais do banco. Além disso, como a prestação e garantias continua sendo devida, a contraparte continuará com seu risco de crédito mitigado (na exata proporção da garantia prestada).

Para tentar melhor apresentar como as recomendações do FSB são aplicáveis e endereçam as preocupações das instituições sob recuperação e as suas contrapartes, vamos separar a análise desse item em 2 (duas) partes.

5.4.1 *Stay Period*: Aplicação para Instituição sob Recuperação

A constituição do *stay period* evita, dentre outros, um dos efeitos negativos ocorridos durante a insolvência do Lehman Brothers que era o comportamento oportunista das contrapartes. Nesse caso, como a insolvência do Lehman Brothers concedia às contrapartes a faculdade de vencer (ou não) antecipadamente seus contratos de derivativos de balcão, estas apenas o faziam caso fossem credoras da instituição.

Esse tipo de comportamento não poderá mais acontecer durante o *stay period* e as partes deverão continuar cumprindo seus contratos de forma regular.

A regra do *stay period* garante apenas um prazo mínimo para que a instituição possa buscar alternativas para a sua recuperação. Dessa forma, durante esse período, a instituição poderá (i) buscar a segregação das atividades saudáveis das demais; (ii) transferir parte de seu balanço (equilibrado) para terceira entidade, de forma a manter as suas operações; e (iii) buscar injeção de liquidez que permita a continuidade de seus negócios.

Embora o prazo do *stay period* pareça ser curto (a sugestão é de dois dias úteis) a sua função é buscar segregar a parte saudável da instituição, que deverá continuar funcionando, da parte que deverá ser liquidada.

Não é intenção do FSB que toda a instituição seja necessariamente salva. O objetivo, tal qual informado acima, é a manutenção das suas atividades fundamentais. Caso a autoridade de resolução entenda que parte da instituição não é passível (ou não deve) ser recuperada, ela pode ser liquidada.

Dessa forma, se busca dotar as autoridades de resolução de ferramentas capazes de manter funcionando as áreas saudáveis, e a maior ferramenta, ao meu ver, é a possibilidade de segregação de ativos, direitos e obrigações. Por meio dessa ferramenta, a autoridade de resolução poderá constituir (ou mesmo deixar na instituição sob recuperação) um balanço saudável, com ativos e passivos bem delimitados.

Nesse sentido, a intenção do FSB é evitar que grande parte dos contratos sejam vencidos antecipadamente, impedindo a recuperação da instituição financeira. Caso contrário, se o vencimento antecipado fosse possível, a instituição provavelmente sofreria uma crise de liquidez, sendo obrigada a realizar uma venda forçada de seus ativos.

Esse cenário, como vimos no histórico do Lehman Brothers torna a recuperação da instituição muito difícil, e ainda gera problemas ao mercado financeiro como todo.

5.4.2 *Stay Period*: Aplicação para a Contraparte da Instituição sob Recuperação

Com relação às contrapartes da instituição financeira sob recuperação, as recomendações buscam não agravar os riscos de crédito delas, mantendo-as na mesma escala de risco que estavam antes da decretação do regime de recuperação.

Embora seja impedido o vencimento antecipado de contratos (exclusivamente em decorrência da decretação do regime de resolução), a instituição financeira deverá continuar cumprindo suas obrigações e prestando as garantias vinculadas ao contrato.

É importante destacar que a decretação do *stay period* não concede à instituição sob recuperação a possibilidade de descumprir suas obrigações contratuais. Ao contrário, a instituição deverá continuar performando o contrato normalmente. Caso ocorra algum descumprimento contratual, a contraparte poderá decretar o vencimento antecipado do contrato, compensá-lo (nos termos dos acordos de *netting*) e realizar a excussão de garantias.

Dessa forma, em tese, o risco de contraparte fica mitigado, já que o contrato continuará a ser cumprido e, caso ocorra algum cenário de turbulência no mercado, novas garantias deverão ser prestadas, o que permitiria o adequado equilíbrio do contrato.

É possível argumentar que no caso de operações com derivativos, cujos referenciais são mais impactados pelas turbulências do mercado, eventualmente uma posição que era ganhadora em um dia poderá ser perdedora no outro. Nesses casos, haveria sim aumento do risco de crédito. Os princípios do FSB não tratam dessa questão e é um ponto que deverá ser tratado ou analisado previamente à realização de qualquer operação.

Ainda com relação ao vencimento antecipado de contratos, o FSB deixa claro que o seu impedimento se dá exclusivamente nas hipóteses em que seja decorrente da decretação do regime de resolução. Assim, havendo outro gatilho que tenha sido disparado pela instituição sob recuperação, a sua contraparte poderá vencer antecipadamente seu contrato, mesmo durante o *stay period*.

Essa é uma das grandes diferenças entre as regras de insolvência e os princípios recomendados pelo FSB. Esse órgão não sugere que o *stay period* seja aplicado a toda e qualquer operação, ou que seja uma ordem incondicional. Como já informado, o pressuposto é que os contratos estejam performando corretamente. Caso haja algum *default* a contraparte poderá exercer todos os seus direitos, incluindo liquidar e compensar as garantias outorgadas.

Outro ponto que preocupa às contrapartes de operações de derivativos de balcão, e que foi endereçado pelas recomendações do FSB, é evitar o *cherry picking*. Como foi informado nos capítulos anteriores, uma das funções dos acordos de compensação é considerar toda uma gama de contratos entre duas ou mais partes, como se fosse uma única relação.

Nesses casos, as relações entre contrapartes deveriam ser sempre compensadas de forma a apresentar uma única exposição final. Isso evitaria, em cenários de insolvência, que o administrador pudesse “escolher” determinados contratos em detrimento de outros, ou mesmo exigir, o cumprimento de obrigações de uma contraparte, mesmo nos casos em que não esteja cumprindo as suas.

Esse ponto, foi identificado e apreciado pelo FSB, que sugere que eventual transferência de contratos de uma contraparte ocorra sempre de forma coletiva. Isto é, se a autoridade de resolução buscar realizar a transferência de contratos para terceiros (seja terceiros

independentes ou para um *bridge bank*) o deverá fazer com relação a todos os contratos da mesma contraparte (que estejam vinculados ao mesmo acordo de compensação).

Essa recomendação, ao impedir o *cherry picking*, mitiga os eventuais prejuízos que poderiam ser auferidos pelas contrapartes de derivativos de balcão. Estes terão clareza que seus direitos de compensação estarão vigentes, o que limita os riscos de contraparte. Dessa forma, é possível afirmar que tanto o *stay period* da forma como está proposto busca manter o risco de contraparte limitado.

5.5. Críticas ao *Stay Period* para Contratos de Derivativos

A criação do *stay period* para o vencimento antecipado de operações de derivativos não é imune a críticas. SUMME entende que a aplicação do *stay period*, embora busque preservar o valor dos ativos da instituição sob regime de resolução, pode ser ilusório nos casos de operações com derivativos, uma vez que “*derivative transactions and the collateral associated with those transactions are not really assets in the traditional sense, and the preservation of value may rapidly change, particularly in a distressed Market.*”²²⁶

Nesse sentido, tendo em vista que os derivativos podem oscilar de forma mais do que os demais ativos financeiros (e valores mobiliários), o fato de ser impedido o vencimento antecipado e liquidação imediata pode causar enormes prejuízos para as contrapartes da instituição sob resolução. De acordo com SUMME, o resultado disso seria um catastrófico declínio nas atividades do mercado financeiro.²²⁷

Em sentido contrário, SKEEL Jr. e JACKSON argumentam que o fato do valor dos derivativos mudarem rapidamente não deve ser considerado uma razão para diferenciá-los dos

²²⁶ SUMME, Kimberly Anne, *Op. cit.*, pag 82

²²⁷ SUMME, Kimberly Anne, *Op. cit.*, pag 82 A autora também informa que muitos dos derivativos entre instituições financeiras não possuem colaterais estabelecidos, o que torna a situação mais complexa e o *stay period* apenas iria agravar a situação da contraparte adimplente: “*In a severe market dislocation, the value of a derivative portfolio may not be terribly differentiated on day one of the bankruptcy filing versus three business days later. In addition, contrary to the assertion that collateral is being drained from the failed entity, at least for systemically important entities such as banks, those banks rarely, if ever, post collateral to their nonbank counterparties, so there is simply nothing to liquidate, making it even more imperative to terminate the contracts as quickly as possible.*”

demais ativos financeiros (e valores mobiliários). Essa seria apenas uma característica dos derivativos, mas não deveria levar a um tratamento especial.²²⁸

Entretanto, os mesmos autores destacam que, o fato dos contratos não poderem ser vencidos antecipadamente se estiverem performando, pode criar outros problemas. Em cenários de estresse, a instituição sob resolução poderá ser chamada a aportar novas garantias e colaterais (margens) e isso levar a limitar a liquidez da instituição.

Nesses cenários, se a instituição não depositar novas garantias, os contratos poderão ser vencidos imediatamente e compensados, o que pode levar a vendas forçadas das garantias, tendo efeito semelhante aos que se quer evitar pela criação do *stay period*.²²⁹

5.6. Exemplos de Jurisdições Internacionais

Como consequência da crise de 2007/2008, tivemos nos EUA a publicação da *Dodd Frank Act*, especialmente a criação da *Orderly Liquidation Authority*²³⁰ de forma que o FDIC tenha possibilidade de liquidar instituições complexas.

Com relação ao *stay period*, a Legislação Americana (Dodd-Frank Act) estabelece que o prazo máximo de suspensão é o decorrido até as 17:00hs do dia útil seguinte à decretação do Regime Especial.

²²⁸ SKEEL Jr., David A. e JACKSON, Thomas, in *Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy*, 2012, Faculty Scholarship. Paper 346, pag 183, disponível em http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/346

²²⁹ SKEEL Jr., David A. e JACKSON, Thomas, in *Op. it.*, pag 184. No original: “Moreover, for swaps counterparties that are not adequately collateralized, the special treatment may prevent one kind of run—mass exit from contracts before bankruptcy—but increases the risk of other kinds of runs. If large numbers of counterparties demand collateral at the same time, for instance, a debtor’s liquidity may quickly dry up, as AIG found when Goldman and other banks ratcheted up their collateral demands. If the debtor did in fact file for bankruptcy, the filing could trigger massive, simultaneous cancellations of contracts and fire sales of the collateral securing the contracts.”

²³⁰ Mas outros autores, como Jackson, sugerem a criação de um novo capítulo (Chapter 14) no Bankruptcy Code de forma a tratar da liquidação de instituições financeiras complexas: “In sum, the size and complexity of Lehman, the novelty of its structure, and the rarity with which such firms go bankrupt contributed to a prolonged and costly resolution. In the future, because of the Dodd-Frank Act, regulators will have the option to resolve large, complex financial firms under the Orderly Liquidation Authority, through the expanded reach of the FDIC. Details of how such a resolution would be implemented are still being worked out, making it hard to evaluate the extent to which the resolution of large nonbank financial firms will be more efficient going forward.”

In the case of a qualified financial contract referred to in clause (i), any payment or delivery obligations otherwise due from a party pursuant to the qualified financial contract shall be suspended from the time at which the Corporation is appointed as receiver until the earlier of— (I) the time at which such party receives notice that such contract has been transferred pursuant to paragraph (10)(A); or (II) 5:00 p.m. (eastern time) on the business day following the date of the appointment of the Corporation as receiver.

A Diretiva Europeia para Recuperação e Resolução de Instituições Financeiras (*EU Bank Recovery and Resolution Directive - Directive 2014/59/EU*) dispõe que o prazo de suspensão dos direitos de vencimento antecipado será aquele decorrido desde a publicação do ato até a meia noite do dia útil seguinte.

Article 71

Power to temporarily suspend termination rights

1. Member States shall ensure that resolution authorities have the power to suspend the termination rights of any party to a contract with an institution under resolution from the publication of the notice pursuant to Article 83(4) until midnight in the Member State of the resolution authority of the institution under resolution at the end of the business day following that publication, provided that the payment and delivery obligations and the provision of collateral continue to be performed.

2. Member States shall ensure that resolution authorities have the power to suspend the termination rights of any party to a contract with a subsidiary of an institution under resolution where:

(a) the obligations under that contract are guaranteed or are otherwise supported by the institution under resolution;

(b) the termination rights under that contract are based solely on the insolvency or financial condition of the institution under resolution; and

(c) in the case of a transfer power that has been or may be exercised in relation to the institution under resolution, either:

(i) all the assets and liabilities of the subsidiary relating to that contract have been or may be transferred to and assumed by the recipient; or

(ii) the resolution authority provides in any other way adequate protection for such obligations.

The suspension shall take effect from the publication of the notice pursuant to Article 83(4) until midnight in the Member State where the subsidiary of the institution under resolution is established on the business day following that publication.

A Legislação Inglesa²³¹ (*The Bank Recovery and Resolution Order 2014*) acrescentou a possibilidade da autoridade de resolução decretar *stay period* e impedir o vencimento antecipado de contratos durante um dia útil.

70C.—(1) The Bank of England may suspend the termination right of any party to a qualifying contract (other than a party who is an excluded person).

(2) A contract is a “qualifying contract” for the purpose of this section if—

²³¹ Disponível em <https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2014/9780111123782/article/77>

- (a) one of the parties to the contract is a bank in respect of which the Bank is exercising a stabilisation power (a “bank under resolution”) and all the obligations under the contract to make a payment, make delivery or provide collateral continue to be performed, or
- (b) one of the parties to the contract is a subsidiary undertaking of a bank under resolution and the condition in subsection (3) is met.
- (3) The condition is that—
 - (a) the obligations of the subsidiary undertaking are guaranteed or otherwise supported by the bank under resolution,
 - (b) the termination rights under the contract are triggered by the insolvency or the financial condition of the bank under resolution, and
 - (c) if a property transfer instrument has been made in relation to the bank under resolution—
 - (i) all the assets and liabilities relating to the contract have been or are being transferred to, or assumed by, a single transferee, or
 - (ii) the Bank of England is providing adequate protection for the performance of the obligations of the subsidiary undertaking under the contract in any other way.
- (4) The Bank of England must have regard to the impact a suspension might have on the orderly functioning of the financial markets before exercising the power in subsection (1).
- (5) The power under subsection (1) must be exercised by way of provision in a share transfer instrument, property transfer instrument, resolution instrument or third-country instrument.
- (6) A suspension imposed under subsection (1)—
 - (a) begins when the instrument providing for the suspension is first published, and
 - (b) must end no later than midnight at the end of the first business day following the day on which that instrument is published;
 and, where the suspension is imposed in relation to a subsidiary undertaking of a bank under resolution, “midnight” means midnight in the EEA state in which the subsidiary undertaking is established.
- (7) A person may exercise a termination right under a contract before the expiry of the suspension if that person is given notice by the Bank of England that the rights and liabilities of the bank under resolution covered by the contract are not—
 - (a) to be transferred to another undertaking through the exercise of a stabilisation power, or
 - (b) to be made subject to a mandatory reduction instrument or a resolution instrument.
- (8) If—
 - (a) no notice has been given by the Bank of England under subsection (7), and
 - (b) a termination right has been triggered otherwise than through the exercise of a stabilisation power or the imposition of a suspension under subsection (1) (or the occurrence of an event directly linked to the exercise of a stabilisation power), a person may, on the expiry of the suspension, exercise the termination right in accordance with the terms of the contract.
- (9) But, where the rights and liabilities of the bank under resolution or the subsidiary undertaking under the contract have been transferred to another undertaking, subsection (8) applies only if the event giving rise to the termination right has been triggered by that undertaking.
- (10) For the purposes of this section, “termination right” means—
 - (a) a right to terminate a contract,
 - (b) a right to accelerate, close out, set-off or net obligations, or any similar provision that suspends, modifies or extinguishes an obligation of a party to the contract, or
 - (c) a provision that prevents an obligation from arising under the contract..

Destaque-se que a regulação inglesa segue os preceitos do FSB, incluindo as condicionantes para a decretação desse período de suspensão e salvaguardando os direitos das contrapartes.

Dessa forma, os contratos não podem ser vencidos durante o *stay period* caso estejam sendo garantidos (item 70C, (3)(a)), e o vencimento antecipado, liquidação e compensação pode ser realizado, mesmo durante o período de suspensão, em caso de descumprimento contratual (item 70C, (8)(b)).

Tendo em vista as modificações regulatórias, a ISDA publicou um protocolo²³² na qual estabelece a forma como o *Master Agreement* deverá ser aplicado, frente a criação do *stay period*. Há ainda protocolos específicos para as principais jurisdições.

Esses protocolos estabelecem a forma contratual para endereçar e garantir a execução do *stay period* entre as contrapartes. Em novembro de 2014, 18 (dezoito) dos principais bancos aderiram ao protocolo ISDA²³³, o que representa mais do que 90% (noventa por cento) do valor nocional dos derivativos de swap contratados²³⁴.

A União Europeia está buscando harmonizar esse poder, e a ISDA se posicionou em agosto sobre o tema, destacando que poderá criar problemas para a implementação dos acordos de compensação e eventualmente impedir a sua execução. Esse tema é extremamente interessante, mas, como dito, está fora do objeto dessa dissertação²³⁵.

5.7 Síntese dos Argumentos e Análise da Regulação Internacional

A preocupação em permitir uma efetiva recuperação da instituição financeira sem impor ônus excessivo às contrapartes de derivativos de balcão é importante para a continuidade do mercado de derivativos.

Nesse sentido, o impedimento de vencimento antecipado (em decorrência exclusiva da decretação de regime de resolução) por um curto período (até 2 dias) desde que o contrato esteja adimplente, permite que as autoridades de resolução tenham ferramentas adequadas para buscar

²³² Disponível em <https://www.isda.org/protocol/isda-resolution-stay-jurisdictional-modular-protocol/>

²³³ A lista inclui Bank of America Merrill Lynch, Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Mizuho Financial Group, Morgan Stanley, Nomura, Royal Bank of Scotland, Société Générale, Sumitomo Mitsui Financial Group and UBS.

²³⁴ <https://www.isda.org/2014/10/11/major-banks-agree-to-sign-isda-resolution-stay-protocol>

²³⁵ Para maiores informações sobre a posição da ISDA: <https://www.isda.org/a/IkiDE/brrd-position-paper-final.pdf>

a recuperação da instituição, e o mais importante, consigam manter as operações essenciais das instituições.

No caso das contrapartes de derivativos de balcão, a manutenção das operações que estão adimplentes e com as devidas garantias não parece ser uma imposição extremamente gravosa às partes, especialmente porque a regulação evita o *cherry picking* (o que poderia alocar perdas entre as contrapartes).

Dessa forma, a contraparte de derivativos de balcão vai ter a garantia que seu contrato será cumprido, não havendo necessidade de buscar a sua liquidação antecipada. É importante destacar que o fato dos referenciais que embasam os contratos de derivativos poderem oscilar em caso de instabilidade pode levar a aumento do risco de crédito.

A intenção da regulação é justamente conter eventuais cenários de crise, mas é possível que um contágio ocorra e com isso eventuais partes credoras passem a se tornar devedoras, causando danos ao mercado.

Essa análise é difícil de ser realizada no momento, devendo ser acompanhada pelas áreas de risco das instituições financeiras. Entretanto, fazemos a ressalva de que, em caso de cenário de estresse, é possível (talvez provável) que outros gatilhos sejam disparados, o que pode gerar o vencimento antecipado de todos os contratos de derivativos de balcão.

Nesses casos, havendo outras causas para o vencimento antecipado não há impedimento a sua realização. Dessa forma, é possível que mesmo com a implementação da regulação, não seja possível impedir cenários de vencimento antecipado de grandes somas de contratos, o que acarreta em vendas forçadas de ativos e alta possibilidade de risco de contágio.

Entretanto, buscando balancear os direitos de credores e devedores de instituições em regime de recuperação, a solução adotada parece correta e adequada. Nos parece que o objetivo da regulação proposta pelo FSB é reduzir o risco decorrente da decretação de regime de resolução, mas mantém inalterado os riscos de mercado.

Isto é, se o mercado tiver oscilações bruscas que levem ao disparo de outros gatilhos, a regra de proibição de vencimento antecipado não se aplica, permitindo que as partes exerçam

seus direitos contratuais. Nesses cenários, é possível que ocorra instabilidade e eventualmente crises de liquidez e contágio entre as instituições.

CONCLUSÃO

Buscamos por meio desse trabalho apresentar a discussão internacional acerca do tratamento dos derivativos de balcão em caso de insolvência bancária. Buscamos detalhar os problemas que eles apresentaram durante a quebra do Lehman Brothers e as principais críticas à possibilidade de seu vencimento antecipado, liquidação e compensação.

Com base nisso, apresentamos também as novas propostas internacionais para o vencimento antecipado dos contratos de derivativos de balcão, e seu tratamento com base na criação do *stay period*.

Fundamentado em exemplos de outras jurisdições, o objetivo do *stay period* é evitar a decretação de vencimento antecipado de obrigações que estejam sendo integralmente adimplidas. Isto é, caso a instituição permaneça adimplente, seus contratos não poderão ser acelerados em decorrência exclusivamente da decretação de intervenção contra ela. Entretanto, não haveria vedação para a decretação do vencimento antecipado caso a instituição deixasse de cumprir suas obrigações contratuais, e, em consequência, outros gatilhos (não vinculados com a decretação da intervenção) fossem disparados.

Dessa forma, nada impede a exigência de novas garantias ou sua recomposição, especialmente tratando-se de operações que tenham garantias flutuantes ou cujos ativos dados em garantia apresentem forte volatilidade.

Com base nisso, entendemos que a criação do *stay period* visa dar ferramentas para as autoridades de resolução buscarem a recuperação da instituição, mas sem prejudicar os detentores dos contratos de derivativos de balcão.

Esse procedimento auxiliaria, assim, na mitigação de risco sistêmico, bem como evitaria que os riscos de contrapartes fossem aumentados, endereçando tanto a preocupações das contrapartes de derivativos de balcão, como daqueles que defendem um tratamento mais igualitários entre todos os credores da instituição.

Analisando o caso brasileiro, é possível verificar que regulação atual não trata de maneira clara sobre o tema. A legislação nacional sobre instituições financeiras em crise está dividida em três: (i) a Lei 6.024/74 (que dispõe sobre a intervenção e a liquidação extrajudicial de instituições financeiras); (ii) o Decreto-Lei nº 2.321/87 (que institui, em defesa das finanças públicas, regime de administração especial temporária, nas instituições financeiras privadas e públicas não federais); e (iii) a Lei 9.447/94 (que dispõe sobre a responsabilidade solidária de controladores de instituições submetidas aos regimes de que tratam a Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, e o Decreto-lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987). De acordo com SADDI:

(Essas leis) formam um conjunto normativo esparso e pouco orgânico, com preceitos que refletiam uma conjuntura circunstancial da data em que foram emanados. Tais leis foram marcadamente influenciadas por um mercado financeiro brasileiro paroquial e sensivelmente mais incipiente do que o atual, em que o regime inflacionário grassava na economia, inibindo uma disciplina financeira rígida que se instalou depois do advento do Plano Real.²³⁶

O Banco Central do Brasil informou que está trabalhando em uma nova lei que trate das crises bancárias. De acordo com o regulador, a intenção é “*aprimorar leis e normas relativas à resolução (liquidação e estabilização), com a instituição de marco regulatório único para as instituições integrantes do SFN*”²³⁷.

Essa revisão atende ao compromisso internacional assumido pelo Brasil no âmbito do G-20, para que o Banco Central disponha de instrumentos mais eficientes para lidar de forma efetiva com crises financeiras. De acordo com as informações do regulador, o objetivo da nova lei é (i) mitigar o impacto nas finanças públicas, impedindo o uso de recursos dos contribuintes antes que sejam esgotadas todas as fontes privadas de recursos disponíveis; (ii) preservar a estabilidade financeira; e (iii) garantir as funções essenciais da economia real.

Embora a atual legislação trate de forma clara sobre eventuais direitos de vencimento antecipado, liquidação e compensação de contratos de derivativos de balcão, por meio da Lei 10.2014/01 e da Resolução do CMN 3.263/05, entendemos que é importante uma atualização

²³⁶ SADDI, Jairo, in *Temas de Regulação Financeira*, Editora Quartier Latin, 2010, pag 200. Em sentido semelhante, SALOMÃO NETO informa que a Lei 9.447/97 foi decorrência da crise “*motivada na verdade por problemas intrínsecos de administração, foi precipitada pelo desaparecimento da inflação e dos ganhos que proporcionava a instituições financeiros, mesmo as ineficientes.*” SALOMÃO NETO, Eduardo, *Op. cit.*, pag. 525

²³⁷ Informação disponível em <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/BCMAIS/>

da legislação nacional até mesmo para o Brasil ter uma regra harmônica com as demais jurisdições.

Por fim, esperamos que esse trabalho possa contribuir para o debate sobre o vencimento antecipado de derivativos de balcão em cenários de insolvência bancária e ajudar em futuras discussões sobre a nova legislação nacional de recuperação e resolução de instituições financeiras.

BIBLIOGRAFIA

ACEMOGLU et Al., in *Systemic Risk And Stability In Financial Networks*, pag. 587. Disponível em <http://www.columbia.edu/~at2761/Contagion.pdf>

ACHARYA et al, 2009, *Derivatives – The Ultimate Financial Innovation*. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~mbrenner/research/derivatives.pdf>

ARKELOF, George, in *The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, Vol 84, No 3 (Aug., 1970), pages 488-500 disponível em http://www.unc.edu/~shanda/courses/plcy289/Akerlof_Market_for_Lemons.pdf

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS – ANBIMA, in *Basileia III no Brasil*, disponível em http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/basileia-iii-no-brasil.htm

AVGOULEAS, Emilio e GOODHART, Charles, in *Critical Reflections on Bank Bail-ins*, Journal of Financial Regulation, 2015, 3-29, disponível em <https://academic.oup.com/jfr/article/1/1/3/2357875>

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT - BIS, *The interbank market during a crisis*, 2001, pag 1, disponível em <https://www.bis.org/publ/work99.pdf>

_____, in *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, disponível em <https://www.bis.org/publ/bcbs169.pdf>

BIPARTISAN POLICE CENTER, *Too Big to Fail: The Path to a Solution A Report of the Failure Resolution Task Force of the Financial Regulatory Reform Initiative of the*

Bipartisan Policy Center, pag. 21. Disponível em <https://bipartisanpolicy.org/wp-content/uploads/sites/default/files/TooBigToFail.pdf>

BLISS, Robert R. e KAUFMAN, George G., in *Derivatives and Systemic Risk: Netting, Collateral, and Closeout*. Disponível em <https://www.chicagofed.org/publications/working-papers/2005/2005-03>

CALOMIRIS, Charles W. e WHITE, Eugene N., *The Origins of the Federal Deposit Insurance*, disponível em <http://www.nber.org/chapters/c6575>

CARVALHO, Fernando J. Cardim de, *Regulação Prudencial na Encruzilhada: Depois de Basiléia II, o dilúvio?*, in PAULA, Luiz Fernando de, e OREIRO, Jose Luis (Organ.), *Sistema Financeiro: Uma Análise do Setor Bancário Brasileiro*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2007

CHEDIAK, Julian, *A Reforma do Mercado de Valores Mobiliários*, in *A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, Coord. Jorge Lobo, 2002, pag 536-537

COELHO, Fabio Ulhoa, *Comentários à Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, Saraiva, 2005

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Mercado de Derivativos no Brasil: Conceitos, Produtos e Operações*, 2015. Disponível em <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro-TOPDerivativos.pdf>

CORDEIRO FILHO, Ari, in *Swaps, Aspectos Jurídicos, Operacionais e Administrativos*, Forense Universitária, 2000

DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial Regulation Reform – A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, 2009. Disponível em https://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf

EDWARDS, Franklin R. e MORRISON, Edward R., in *Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?*, Yale Journal on Regulation Vol. 22, 2005

EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariadna, PARENTE, Flavia e HENRIQUES, Marcus de Freitas, in *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, Renovar, Rio de Janeiro, 2011

FARIA, José Eduardo, *O Estado e o Direito Depois da Crise*, Saraiva Jur, São Paulo, 2ª Edição, 2017

FDIC, *The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. Under Dodd-Frank Act*. Disponível em https://www.fdic.gov/bank/analytical/quarterly/2011_vol5_2/lehman.pdf

FERRAN, Ellis, MOLONEY, Niamh e PAYNE, Jennifer, in *The Oxford handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press

FINANCIAL STABILITY BOARD, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, 2014, disponível em http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf

FLEMING, Michel J. e SARKAR, Asani, in *The Failure Resolution of Lehman Brothers*, 2014, pag 202. Disponível em <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/2014/1412flem.pdf>

FMI, in *Measuring Liquidity in Financial Markets*, 2002, disponível em <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02232.pdf>

FRANCO, Gustavo H. B. e ROSMAN, Luiz Alberto Colonna, in *A Crise Bancária Norte Americana: Algumas Lições da Experiência Brasileira*, in GARCIA, Marcio e GIAMBIAGI, Fabio (Coord.), *Risco e Regulação*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2010, pag 159 – 160

FREIXAS, Xavier e ROCHET, Jean Chales, in *Microeconomic of Banking*, Massachusetts Institute of Technology, 1999

FREIXAS, Xavier, MARTIN, Antoine e SKEIE, David, in *Bank Liquidity, Interbank Markets, and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank Of New York Staff Reports nº 371, 2009

GAO, in *LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT - Regulators Need to Focus Greater Attention on Systemic Risk*, disponível em <http://www.gao.gov/archive/2000/gg000003.pdf>

GORTON, Gary e METRICK, Andrew, in *Regulating the Shadow Banking System*, disponível em https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2010/09/2010b_bpea_gorton.pdf

HERRING, Richard, in *The Challenge of Resolving Cross-Border Financial Institutions*, 31 Yale J. on Reg. (2014), disponível em <http://digitalcommons.law.yale.edu/yjreg/vol31/iss3/10>

HOOVER PROJECT, in *Bankruptcy Code Chapter 14: A Proposal*. Disponível em <http://www.hoover.org/sites/default/files/bankruptcy-code-chapter-14-proposal-20120228.pdf>

HULL, John, in *Introdução aos Mercados Futuros e de Opções*, Cultural, São Paulo, 2000

ISDA, in *The Importance of Close-Out Netting*, 2010. Disponível em <http://www.isda.org/researchnotes/pdf/Netting-ISDAResearchNotes-1-2010.pdf>

_____, in *Counterparty Credit Exposure among Major Derivatives Dealers*, de 31 de março de 2004, disponível em <http://www.isdadocs.org/speeches/pdf/Counterparty-Risk-Concentration-StudyISDA3-31-04.pdf>

JACKSON, Thomas H., *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Beard Books, Washington D.C., 2001

_____, in *Building on Bankruptcy: A Revised Chapter 14 Proposal for the Recapitalization, Reorganization, or Liquidation of Large Financial Institution*. Disponível em <http://www.hoover.org/sites/default/files/research/docs/makingfailurefeasible-ch2.pdf>

JANGER, Edward, in *Symposium Introduction: Treatment of Financial Contracts in Bankruptcy and Bank Resolution*. Disponível em <http://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1200&context=bjcfcl>

JENSEN, Michael C., e MECKLING, William H., in *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in Journal of Financial Economics 3 (1976), disponível em <https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>

JOHNSON, Vincent R., in *International Financial Law: The Case Against Close-Out Netting*. Disponível em <https://www.bu.edu/ilj/files/2015/04/Johnson-The-Case-against-Close-out-Netting.pdf>

LASTRA, Rosa Maria, in *Banco Central e Regulamentação Bancária*, Ed. Del Rey, 2000

LELAND, Hayne E., PYLE, David H., in *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, 1977

LOYOLA, Gustavo, *Mais uma Falha Regulatória*, publicado no Jornal Valor Econômico em 01.08.2016

_____, in *O Futuro da Regulação Financeira*, in GARCIA, Marcio e GIAMBIAGI, Fabio (Coord.), *Risco e Regulação*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2010, pag. 63-64

LUNDBERG, Eduardo Luiz, *Rede de Proteção e Saneamento do Sistema Bancário*. Disponível em <http://www.bacen.gov.br/ftp/redeprot.pdf>

LUBBEN, Stephen J. in *Lehman's Derivative Portfolio*, 2015. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2698234

McBRIDE, Paul M. in *The Dodd-Frank Act and OTC Derivatives: The Impact of Mandatory Central Clearing on the Global OTC Derivatives Market*, 2010

McDONOUGH, William J., in *Declaração do Presidente do FED de NY*, realizada em 1 de outubro de 1998, disponível em <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/1998/mcd981001>

MENGLE, David L., in *Close-Out Netting and Risk Management in Over-the-Counter Derivatives*. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1619480

MILLER, Harvey R., in “*Testimony of Harvey R. Miller before the Subcommittee on Commercial and Administrative Law of the House of Representatives Committee on the Judiciary.*” Disponível em <https://judiciary.house.gov/files/hearings/pdf/Miller091022.pdf>

MISHKIN, Frederic S, *Prudential Supervision: Why is It Important and What are The Issues*, 2000

_____, in *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College May 1992

MOLYNEUX, Philip, in *Banking Crises and The Macro-Economic Context* in Bank Failures and Bank Insolvency Law in Economies in Transition, Rosa Maria Lastra e Henry N. Schiffman,

MOONEY JR., Charles W., in *The Bankruptcy Code’s Safe Harbor for Settlement Payments and Securities Contracts: When Is Safe too Safe?*. Disponível em http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2327&context=faculty_scholarship

NATIONAL AUDIT OFFICE - NAO, *Maintaining Financial Stability Across the UK Banking System, Report of the Comptroller and Attorney General*, disponível em <https://www.nao.org.uk/wp-content/uploads/2009/12/091091es.pdf>

PAECH, Philipp, in *The Value of Insolvency Safe Harbors*. Disponível em https://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/WPS2015-09_Paech.pdf

_____, in *Repo and Derivatives Portfolios Between Insolvency Law and Regulation*, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2984199

PINTO, Gustavo Mathias Alves, in *Regulação Sistêmica e Prudencial no Setor Bancário Brasileiro*, Editora Almedina, 2015

ROE, Mark, in *The Derivatives Market's Payment as Financial Crisis Accelerator*, 2014. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1567075

SADDI, Jairo, in *Crise e Regulação Bancária*, Editora Texto Novo, 2001

_____, in *Temas de Regulação Financeira*, Editora Quartier Latin, 2010

SALOMÃO NETO, Eduardo, *Direito Bancário*, Ed. Jurídico Atlas, São Paulo, 2005, pag. 508

SATIRO, Francisco, in *Derivativos de Bolsa*, in KUYVEN, Luiz Fernando Martins, *Temas Essenciais em Direito Empresarial – Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*, Saraiva, 2011, pag. 590

SCHWARCZ, Steven L., in *Derivatives and Collateral: Balancing Remedies and Systemic Risk*. Disponível em <https://illinoislawreview.org/wp-content/illr-content/articles/2015/2/Schwarcz.pdf>

_____, Stevel L, in *Systemic Risk*, The Georgetown Law Journal, Vol 97:193

SCOTT, Kenneth, in *Resolution of Failed Financial Institutions: Dodd-Frank Title II and Proposed Chapter 14*. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2018035&rec=1&srcabs=1982095&alg=1&pos=2

SHERILL, Mark D., in *In Defense of the Bankruptcy Code's Safe Harbor*. Disponível em https://us.eversheds-sutherland.com/portals/resource/lookup/poid/Z1tOI9NPluKPtDNIqLMRV56Pab6TfzcRXncKbDtRr9tObDdEnSJEp3!/fileUpload.name=/TBL%2070-4_02Sherill.pdf

SKEEL Jr., David A. e JACKSON, Thomas, in *Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy*, 2012, Faculty Scholarship. Paper 346, disponível em http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/346

SUMME, Kimberly, in *An Examination of Lehman Brother's Derivatives Portfolio Post-Bankruptcy and Whether Dodd-Frank Would Have Made Any Diference*, 2011. Disponível em <http://www.hoover.org/sites/default/files/kimberly-summe-dodd-frank-20110421.pdf>

_____, in *Lessons Learned from the Lehman Bankruptcy*, disponível em http://media.hoover.org/sites/default/files/documents/Ending_Government_Bailouts_as_We_Know_Them_59.pdf

SZTAJN, Rachel, in *Sistema Financeiro – Entre Estabilidade e Risco*, Ed. Campus Jurídico, Rio de Janeiro, 2011

_____, in *Futuros e Swaps – Uma Visão Jurídica*, Editora Cultural Paulista, 1999

THE PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, HEDGE FUNDS, LEVERAGE, AND THE LESSONS OF LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT, 1999, disponível em <http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedgfund.pdf>

VALUKAS, 2010, “*Report of the Examiner in the Chapter 11 Proceedings of Lehman Brothers Holdings Inc.*” Disponível em <https://web.stanford.edu/~jbulow/Lehmandocs/menu.html>

VIEIRA NETO, Cicero Augusto, *Administração de Risco de Derivativos no Brasil – Mercados de Bolsa e de Balcão*, in GARCIA, Marcio e GIAMBIAGI, Fabio (Coord.), *Risco e Regulação*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2010

YAZBEK, Otavio, *Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão*. Disponível em https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1041837/mod_resource/content/1/YAZBEK%20-%20Derivativos%20balcao%20-%202011.pdf

_____, in *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Ed. Elsevier, 2009