

## O MERCADO DE DERIVATIVOS BRASILEIRO: PANORAMA E EFEITOS PÓS-CRISE DE 2008

Tatiana Rimoli\*

48

**Resumo:** Os derivativos foram os instrumentos financeiros mais culpabilizados pela crise de 2008 nos Estados Unidos. De alta complexidade e difícil rastreamento, esses pacotes financeiros envolveram diversos agentes econômicos e criaram uma espécie de cadeia de valorização que, na reversão do ciclo econômico, se tornou uma cadeia de falências, motivo pelo qual o Estado americano decidiu intervir na economia. O Brasil passou pelos anos subsequentes ao colapso com bons indicadores econômicos, e parece ter sofrido pouco os impactos da crise que assolou os Estados Unidos e a Europa, bem como outros países melhores integrados no sistema financeiro internacional. Esse trabalho tem, então, dois objetivos. O primeiro é caracterizar o mercado de derivativos no Brasil, a fim de compreender seu funcionamento. O segundo é averiguar se houve mudanças nesse mercado após a crise de 2008, mesmo que os efeitos imediatos no país não tenham sido em direção a uma depressão econômica. Ademais, é interessante expor e compreender as novas medidas regulatórias e o mercado crescente e cada vez mais integrado internacionalmente de derivativos no país. Para tanto, este trabalho procurou definir os principais produtos e participantes do mercado de derivativos de modo geral; contextualizar o mercado historicamente; estilizar os fatos da crise de 2008, seus antecedentes e consequentes regulatórios; caracterizar o mercado brasileiro, seus principais produtos e medidas regulatórias.

**Palavras-chave:** Derivativos. Crise. Regulação.

**Abstract:** Derivative were the most blamed financial instruments by the 2008 crisis in the United States. Highly complex and difficult to track, these financial packages involved various economic agents and created a sort of value chain, which, during the reversal of the economic cycle, has become a chain of bankruptcies, which is the reason why the American state decided to intervene in the economy. Brazil passed by the years following the collapse with good economic indicators, and does not seem to have suffered much with the impacts of the crisis that hit the United States and Europe, as well as other countries that were better integrated into the international financial system. This work has, then, two goals. The first is to characterize the derivative market in Brazil, in order to understand its operation. The second is to determine whether there were changes in this market after the 2008 crisis, even if the immediate effects in the country have not been in the direction of an economic depression. Moreover, it is interesting to expose and understand the new regulatory measures and the growing and increasing internationally integrated market of derivatives in the country. For that, this work sought to define the main products and participants of the derivative market, in general; to context the market, in a historical perspective; stylize the

---

\*Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho. E-mail: tatianarimoli@gmail.com

facts of the 2008 crisis, its background and consequential regulatory measures; to characterize the Brazilian market, its main products and regulation measures.

**Keywords:** Derivative. Crisis. Regulation.

## 1 Introdução

A crise financeira de 2008 que teve início no mercado imobiliário atingiu o sistema financeiro de maneira ampla à medida que se propagou nas demais economias desenvolvidas e com sistema financeiro avançado do mundo. Os derivativos, enquanto instrumentos financeiros inovadores e difícil regulação, foram considerados por diversos autores como os principais culpados pelo início e pela propagação da crise. De alta complexidade e difícil rastreamento, esses pacotes financeiros envolveram diversos agentes econômicos e criaram uma espécie de cadeia de valorização que, na reversão do ciclo econômico, se tornou uma cadeia de falências, motivo pelo qual o Estado americano decidiu intervir na economia. Como reação à crise, os Estados Unidos tomaram medidas regulatórias que se concretizaram, ainda que não se resumissem, à elaboração da *Lei Dodd Frank Act*, com um capítulo específico à discussão do uso e regulamentação dos derivativos, aprofundando a compreensão desses instrumentos e incentivando seu uso transparente e regulado, registrado por autoridades competentes e negociado de maneira pública. No plano internacional, uma vez a crise propagada às principais economias desenvolvidas do sistema financeiro, foram também revisados os Acordos de Basileia, e, ainda em implementação, proposto o Basileia III, cuja proposta abrange questões de liquidez e alavancagem das instituições bancárias, além de transparência e negociações registradas para os derivativos, especificamente.

O Brasil passou pelos anos posteriores à crise com bons indicadores econômicos, e parece ter sofrido pouco os impactos da crise que assolou os Estados Unidos e a Europa, bem como outros países bem integrados no sistema financeiro internacional. De acordo com o Grupo de Economia da FUNDAÇÃO, nos anos que antecederam a crise de 2008, a economia brasileira viveu um período de crescimento prolongado em que o consumo doméstico e o mercado interno de bens e serviços foram impulsionados pela recuperação dos rendimentos dos assalariados (por meio de uma política de reajuste do salário mínimo e do avanço do emprego formal), além do avanço do ciclo de crédito. Apesar de ter resultados acima da média mundial para o Produto Interno Bruto (PIB), o crescimento brasileiro ainda encontrava obstáculos à plena utilização das forças produtivas e à apropriação e seus efeitos dinâmicos sobre a

atividade econômica, como a elevada taxa de juros, instabilidades cambiais (anterior à crise, moeda valorizada) e gargalos de infraestrutura.

Durante a crise, uma severa desconfiança dos agentes privados fez com que houvesse paralisações de investimentos e atuação cíclica dos bancos em relação à concessão de crédito, instaurando, como nas demais economias do mundo, uma situação de preferência pela liquidez – motivo pelo qual o Acordo de Basileia III se propõe a implementar estratégias que lidem com o risco de uma corrida aos bancos. No Brasil, de maneira específica, a crise atingiu o sistema financeiro com um enxugamento de fontes externas de financiamento. Embora seja difícil conhecer a real magnitude das perdas econômicas relacionadas a operações com derivativos, é sabido que foi elevada, especialmente a empresas produtivas como Sadia, Aracruz, Votorantim e Vicunha. No entanto, ainda que nos anos de 2008 e 2009 tenha havido uma desaceleração econômica no país, o ano de 2010 se mostrou atípico ao comparar os resultados econômicos brasileiros aos das demais economias mundiais, com um desempenho abaixo, apenas, de economias como Índia e China. O relatório da FUNDAP parte da hipótese de que a economia brasileira apresentava determinado grau de imunidade à crise financeira, em especial devido às robustas reservas internacionais que somavam mais de 200 bilhões de dólares, além de contar com um fluxo relativamente estável de investimentos. Ademais, seus resultados mostram que houve elementos de amortização da crise praticadas pelas autoridades monetárias e fiscais brasileiras, com adoção de políticas anticíclicas. Ainda assim, é notável que poucos bancos brasileiros estivessem envolvidos em operações com derivativos, e, em sua maioria, fossem instituições de grande porte, o que freou o contágio da crise financeira internacional à economia brasileira. Os principais efeitos financeiros nacionais ficaram, portanto, por conta da redução da liquidez e da falta de financiamento do mercado interbancário, o que pressionou os pequenos bancos ao resgate de créditos não associados aos derivativos, ampliando o risco de asfixia do sistema bancário. Foi nesse cenário que se assistiu à atuação anticíclica e coordenada do BNDES, Banco Central, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal.

Mas, se o mercado de derivativos brasileiro poderia ser considerado incipiente para que houvesse, durante a crise de 2008, um contágio preocupante ao sistema financeiro nacional, atualmente a economia brasileira assiste a um crescimento desse mercado, ao mesmo tempo que, internacionalmente, e em especial nos Estados Unidos, seja sabido que esses instrumentos tenham voltado às negociações financeiras. Em um cenário ainda de elevada taxa de juros e instabilidade cambial, o Brasil pós- crise se ampara nas determinações internacionais para criar um espaço regulamentado às negociações desses instrumentos financeiros. A partir dessa caracterização

inicial, esse trabalho tem, então, dois objetivos. O primeiro é caracterizar o mercado de derivativos no Brasil, a fim de compreender seu funcionamento. O segundo é averiguar se houve mudanças nesse mercado após a crise de 2008, ainda que os efeitos imediatos no país não tenham sido em direção a uma depressão econômica. Ademais, como um adendo, sabendo que, nos Estados Unidos dos últimos anos, os derivativos têm voltado às negociações financeiras, será interessante averiguar como tem sido o desenvolvimento atual desses instrumentos no Brasil. Parte-se da hipótese de que tenha havido crescimento no mercado de derivativos nacional, em conformação com o crescimento do mercado internacional, ainda que possa haver diferenças nas modalidades desses contratos e nos agentes econômicos participantes desse mercado. Ademais, também se tem como hipótese a conformação das indicações regulatórias nacionais com as recomendações internacionais para o sistema bancário e financeiro.

## 2 Definição

Derivativos são ativos de valor vinculado ao valor de outros ativos ou pelo comportamento de algum outro mercado ou, ainda, pela ocorrência de alguma combinação desses eventos. São contratos cujo valor, em sua maioria, é determinado de um ativo subjacente, taxa de referência ou índice. Esse ativo pode ser físico, como no caso de *commodities* ou metais, ou financeiro, como ações, dívidas, hipotecas, e mesmo taxas de juros. É também possível encontrar derivativos construídos a partir de outros derivativos, como será mencionado adiante. Ainda que a definição acima seja comumente encontrada em manuais de finanças, ela pode ser, de acordo com Rossi (2011), enganosa, na medida em que sugere uma “relação de dependência” do mercado futuro em relação ao mercado à vista dada pela determinação, ou derivação, dos valores dos ativos. Como é possível, no mercado de derivativos, que a formação de preços ocorra tanto no mercado à vista quanto no futuro, sendo possível, inclusive, que ocorra mutuamente, o autor sugere que a conceituação se atenha à noção de contrato, entre duas partes, cujo pagamento, no futuro, se refere a um valor vinculado ao valor de outro ativo. Derivativos são negociados de maneira que o comprador e o vendedor fixam antecipadamente condições para o momento da liquidação do contrato que ou obrigam que compra e venda aconteçam na data estipulada, ou dá ao comprador direitos de compra e venda, através de preço estipulado previamente, do momento em que se assina o contrato até aquela data pré-determinada. A liquidação pode, de forma geral, se dar através de uma entrega física do ativo negociado ou de uma quantia financeira estipulada. Em mercados de negociação física, atuam apenas

os agentes diretamente ligados à produção, distribuição, consumo ou estocagem do ativo, enquanto em mercados cuja negociação é totalmente financeira não há restrições quanto à participação de agentes econômicos.

Fundamentalmente, um derivativo possibilita a transferência de risco das flutuações dos preços dos ativos em futuros incertos e cenários econômicos imprevisíveis. Dessa maneira, é interessante a um agente econômico otimista em relação ao aumento de preços de um ativo no futuro que o compre, e, ao contrário, interessante a um agente que espera por uma diminuição do preço de determinado ativo que procure vendê-lo para proteger-se. No futuro, como se confirmará apenas uma das duas posições, a negociação de um derivativo específico é um jogo de soma-zero<sup>1</sup>. É possível operar no mercado de derivativos utilizando quatro instrumentos principais: contratos a termo; contratos futuros; opções de compra e venda e *swaps*.

Contratos a termo são promessas de compra e venda nas quais há especificações relativas ao ativo a ser comprado, seu preço e a data de sua entrega. Nessa data estipulada, que é também a data do pagamento, as promessas customizadas devem ser cumpridas independentemente do cenário econômico, ou seja, do valor que o ativo em questão tiver assumido. Também são determinadas as condições dos Contratos Futuros; contudo, eles são, ademais, padronizados conforme a regulamentação da Bolsa de Valores, onde são negociados. Como os Contratos a Termo, Contratos Futuros definem uma data para liquidação de uma quantidade específica de um ativo a um preço já determinado; mas, nesse mercado, não há obrigação de o contratante carregar sua posição até a data de vencimento. Como os preços são ajustados diariamente pelas cotações da Bolsa, o contratante tem a opção de passar suas obrigações para outra pessoa no caso de uma reversão de expectativas. Nesse caso, o contratante lucrará ou terá prejuízos de acordo com a variação do preço do momento do contrato até o dia da renegociação.

Opções de compra (*call*) e venda (*put*) são contratos que estabelecem uma data e um preço para a negociação de um ativo nos quais as partes possuem o direito, e não a obrigação, de arcar com a sua posição. Por esse direito, o comprador paga um prêmio pelo ativo em negociação; no entanto, pode optar por não o exercer. Opções chamadas americanas são aquelas nas quais, até a data de vencimento, o comprador pode optar pela compra, enquanto as Opções europeias são aquelas nas quais o direito de compra se concretiza apenas na data predeterminada por contrato. Os *swaps* são, literalmente, trocas. São contratos em que as partes acordam trocarem fluxos de caixa, por um período determinado ou em diversas datas futuras. As negociações ocorrem em torno dos índices de rentabilidade de dois ativos, e o intuito é converter a exposição a um mercado em outra exposição, sobre a qual se tem mais informações ou se espera menores riscos ou maiores ganhos.

É ainda possível dividir os derivativos em três principais produtos de acordo com seu ativo subjacente: derivativos agropecuários; derivativos de energia e climáticos; e, derivativos financeiros. Os derivativos agropecuários têm como ativo subjacente *commodities* agrícolas, como cereais, gado, grãos, frutas e afins; derivativos de energia e climáticos têm como ativo subjacente energia elétrica, gás natural, créditos de carbono entre outros; e, derivativos financeiros têm seu valor derivado de alguma taxa ou índice financeiro, como taxa de juro, taxa de inflação, taxa de câmbio, índice de ações etc. Além disso, divide-se a utilização de derivativos em quatro principais motivações: proteção (também conhecida como *hedge*); especulação; arbitragem e alavancagem. Quando o agente econômico utiliza o mercado de derivativos para se proteger do mercado de ativos, assume nesse primeiro mercado uma posição oposta àquela assumida no segundo. Dessa maneira, esse agente se verá protegido de variações nas taxas, moedas ou preços com os quais opera e, assim, poderá evitar perdas financeiras. Quando não há uma posição no mercado à vista, o agente que toma posição no mercado de derivativos é considerado um especulador: seu objetivo é operar com tendências de preços do mercado e lucrar com o diferencial da compra e venda de contratos no mercado futuro. De acordo com Rossi (2011), a ideia de que o especulador é essencial para que o agente *hedger* encontre uma contraparte no mercado de derivativos de maneira que possa compensar sua atuação no mercado à vista é errônea a partir do momento em que se consideram agentes com atuações opostas no mercado à vista, que podem se encontrar no mercado de derivativos para proteger suas posições em um contrato de duas partes.

O *hedger* procura, no mercado futuro, posições que compensem aquela que assume no mercado à vista, protegendo-se, então, de variações nesse mercado e transferindo o risco dessas variações. O especulador assume riscos em busca de lucratividade com a compra e a venda de contratos no mercado futuro sem assumir posições no mercado à vista. O arbitrador não assume posições arriscadas e conhece seu ganho *ex-ante*, acompanhando discrepâncias de preços entre os mercados à vista e futuro e arbitrando dentro dessas discrepâncias e, por consequência, transmitindo as informações de um mercado ao outro. A interação entre esses três agentes determina o mercado de derivativos e, no caso específico de negociações de ativos físicos, reflete a interação dos agentes envolvidos no mercado de ativos via determinação de preços. Além de instrumento de gerenciamento de riscos, nesse caso, os derivativos funcionam também como estratégia de carregamento de mercadorias que demoram a ser vendidas no mercado físico, como é caso das *commodities* agrícolas, de maneira geral, em especial aquelas que passam pelo processo de plantio e colheita, como frutas, legumes e cereais, e que estão, pelo tempo em que levam para poderem ser

comercializadas, sujeitas a variações climáticas que, em certa medida, são imprevisíveis aos produtores. Mas é especialmente na negociação de contratos financeiros que aparece a quarta função do mercado de derivativos, a alavancagem. Ao contrário das negociações de ativos físicos, não existem restrições aos participantes das negociações de ativos financeiros, podendo atuar agentes que não têm qualquer vínculo com o ativo subjacente, o que abre espaço à especulação financeira. “A negociação de derivativos financeiros com objetivo especulativo não almeja a propriedade do ativo subjacente, o que possibilita uma elevação substancial do grau de alavancagem dos agentes e do volume de derivativos em negociação” (ROSSI, 2011, p. 25). No mercado à vista, de acordo com Farhi (1999), o grau alavancagem corresponde à proporção de capital próprio e capital de terceiros empregada na aquisição de ativos, mas, à aquisição de posições no mercado de derivativos essa proporção é elevada a um valor nocional muito superior ao patrimônio líquido do agente especulativo. Como esse agente, por definição, não possui contrapartida no mercado à vista, e como seus objetivos se concentram na obtenção de lucros financeiros, suas operações ocorrem majoritariamente em *day trade*, o que confere, na mesma medida, liquidez e instabilidade ao mercado de derivativos. Dessa maneira, a alavancagem é uma das funções do mercado de derivativos que demonstra sua atuação contraditória. Ao mesmo tempo em que é possível afirmar que esse é um lócus fundamental de negociação que garante transferência ou compensação de riscos aos agentes econômicos e, portanto, garante eficiência no sentido microeconômico, é também responsável por agravar questões de instabilidade macroeconômica (FARHI, 1999 apud ROSSI, 2011).

### 3 O Brasil

De acordo com o relatório de 2015 da BM&FBovespa, em 2013, o mercado de derivativos no Brasil somava, em valor nocional, cerca de cinco trilhões de reais, em sua maioria negociados em bolsa, sendo, portanto, padronizados. Essa é uma das características do mercado brasileiro que o diferencia do mercado global de derivativos: a preferência por contratos padronizados negociados em bolsa. É ainda importante notar que prepondera, no mercado global de derivativos, os derivativos negociados em balcão que servem a duas contrapartes, diferente do Brasil, em que preponderam os derivativos negociados em bolsa.

De maneira geral, os principais e preponderantes atores do mercado de derivativos no Brasil são instituições financeiras e investidores institucionais nacionais. A preferência desses agentes é pela utilização de contratos futuros e opções, que são

negociados de forma padronizada em bolsas. Essa também é a preferência de investidores não residentes, que, apesar de representarem apenas 11,5% dos agentes atuantes nesse mercado, somam-se aos principais agentes na utilização de contratos padronizados indexados a juros ou moeda e negociados em bolsa, preferencialmente. Essa não é a escolha principal de agentes menos participativos, como empresas e pessoas físicas, para as quais o mercado de balcão corresponde cerca de 78% do valor notional em dezembro de 2013, mas que ainda assim preferem negociar derivativos atrelados ao câmbio (60%) e juros (27%). Em relação aos ativos subjacentes que dão valor aos derivativos, em dezembro de 2013, 70% dos derivativos negociados eram indexados à taxa de juros e 26% do total era formado por derivativos cambiais. Apenas 3% dos derivativos eram indexados a índices de preços. Dos contratos registrados na Cetip, 67% eram cambiais, 21% juros e 9% ações. Já no exterior, segundo dados do Banco de Compensações Internacionais (BIS, na sigla em inglês), os principais indexadores dos contratos de derivativos de balcão são os juros, com 82,20%, seguidos por moedas, 12,34%, e ações, 1,28%.

### 3.1 Derivativos de Taxa de Juros e Derivativos Cambiais

Os derivativos cujos ativo-subjacentes são taxas de juro estão entre os mais negociados no mercado mundial e brasileiro. Além do risco de variação, no Brasil, a elevada taxa de juros (tanto nominal quanto real) e sua volatilidade são as principais razões para agentes econômicos e empresas utilizarem derivativos deste complexo, que inclui contratos futuros de DI (Depósitos Interfinanceiros) de um dia; contratos futuros de cupom cambial; de cupom de DI x IGP-M, de cupom de IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo); opções sobre IDI (índice de depósito interfinanceiro), contratos futuros sobre títulos da dívida externa *swaps* com variáveis referenciadas em taxas de juro.

Os contratos futuros de DI, que têm como objetivo negociar a taxa acumulada nos depósitos interfinanceiros, estão entre os derivativos mais utilizados por instituições financeiras para troca ou reposição de reservas de curtíssimo prazo e, normalmente, acompanham as oscilações da taxa Selic formada nas operações de curtíssimo prazo com títulos públicos. Na BM&FBovespa, a cotação de um dia do contrato futuro de DI é feita em taxa de juro efetiva anual, base 252 dias úteis, e seu registro feito através de seu Preço Unitário (PU) que, por convenção, é igual a 100 mil (pontos ou reais) no dia de seu vencimento. Dessa maneira, trazendo a valor presente esse valor futuro do contrato, considerando a taxa de juro efetiva até seu vencimento, serão expressas as taxas de juros negociadas, em PU. PU é, então, o montante de



dinheiro que, se aplicado à taxa de juros a.a. por um único específico de dias úteis, permitiria obter R\$ 100.000,00 no vencimento do contrato.

O PU pelo qual um contrato é negociado é diariamente corrigido pela taxa do DI de um dia, o que determina o ajuste diário. No vencimento, o PU original terá sido corrigido pela taxa DI-Cetip acumulada entre a data de negociação e o dia do vencimento, o que leva PU, nesse dia, a variar acima ou abaixo dos cem mil pontos. São também importantes no complexo de derivativos de taxa de juro os contratos futuros de cupom cambial, ou seja, os contratos que operam sobre o diferencial entre a taxa de juros interna e a variação cambial de um determinado período. No mercado nacional, denomina-se cambial sujo (ou cupom nominal) a taxa de juros em dólares calculada utilizando a cotação de câmbio do dia anterior ao de início do período considerado, e cupom limpo aquele que utiliza uma taxa resultante do cálculo que utiliza uma cotação do dia de início do período considerado. Operam, nesse mercado, bancos comerciais, empresas, fundos de investimentos, e outros agentes do mercado financeiro nacional.

Um dos instrumentos financeiros mais usados e, inclusive por essa razão, mais importante em todo o mundo é o derivativo cujos ativos subjacentes são moedas e taxas de câmbio. No Brasil, é o segundo produto com maior volume de negociação, ficando atrás apenas dos derivativos ligados à taxa de juros. Historicamente, as negociações com contratos futuros sobre a taxa de câmbio, de reais em relação ao dólar, tiveram início no Brasil apenas em 1986, na BM&F. Em 1990, o Banco Central do Brasil definiu as especificações que até hoje norteiam os contratos futuros sobre a taxa de câmbio do dólar comercial. A partir de 2011, em um esforço de transparência que entrava em conformidade com as demandas internacionais pós-crise, a BM&FBOVESPA passou a divulgar novos indicadores de taxa de câmbio no mercado à vista e Taxas de Câmbio de Referência (TCR), calculados com base em ofertas de dólar negociados na bolsa.

No Brasil, não é possível fazer depósitos em banco em qualquer moeda que não o Real, mas qualquer agente econômico pode negociar moedas estrangeiras desde que a contraparte deste contrato seja de instituições autorizadas pelo Banco Central e o contrato seja registrado nos órgãos competentes. A liquidação dos contratos é feita a partir de uma cotação média e predeterminada, e, portanto, são diferenciados apenas pela forma da negociação, que pode incluir entrega física de moeda (o que ocorre raramente) ou não. É ainda importante compreender que a cotação de um vencimento futuro difere da cotação do dia por um valor próximo à taxa de juro de mercado acumulada no período considerado e expressa uma equalização de juros em reais e dólares.

O mercado de derivativos cambiais brasileiro apresenta, de acordo com Rossi (2011), duas características fundamentais que o distingue dos demais mercados globais. A primeira, de teor legal-jurídico, é a imposição de registro de contratos efetuados no mercado de balcão em órgãos autorizados, como a CETIP e a BM&F. Como apontam Dodd e Griffith-Jones (2007), o registro é a única maneira do contrato apresentar validade legal, o que não ocorre nos demais países do mundo. A segunda peculiaridade desse mercado é desproporcionalidade de tamanho entre o mercado futuro e o mercado de balcão<sup>2</sup>, sendo esse primeiro muito maior do que seu proporcional em outros países.

De acordo com Farhi (2011), o Brasil, bem como outros países emergentes com elevado grau de abertura financeira, possui um mercado de derivativos líquido e profundo, o que, de acordo com Prates (2009), amplia a atratividade de derivativos de moedas emergentes altamente correlacionadas ao real por parte de investidores globais que não encontram um mercado bem organizado em outras nações emergentes e ampliam o volume do mercado brasileiro. Ainda de acordo com Farhi (2011), por causa dessa liquidez de mercado, o país padece de operações de arbitragem em diferentes praças e entre os segmentos futuro e à vista da formação doméstica do câmbio. Essas operações provocam instabilidade cambial e estão na origem da apreciação da taxa cambial brasileira recente. Para a autora, existem duas especificidades do mercado de derivativos brasileiro que levam, em momentos de abundância de capital externo, à apreciação do real: a marcante presença de bancos estrangeiros e investidores institucionais não residentes e a liquidação feita em reais pela taxa de câmbio de pronta entrega (FARHI, 2011). Sem movimentação de divisas no mercado futuro, uma vez que a legislação determina que a liquidação desses contratos seja feita em reais, não se aplica a esse mercado a legislação cambial que vigora sobre o mercado à vista, o que incentiva a atuação, de residentes e não residentes, nesse mercado sem regulamentação. Com acesso privilegiado às baixas taxas de financiamento do interbancário nacional e internacional, os bancos, de acordo com Rossi (2011), são as instituições responsáveis pelas operações de arbitragem que levam a taxa de câmbio formada no mercado futuro (que é mais líquido) ao mercado à vista<sup>3</sup>.

### 3.2 Regulação

Por serem ativos cujo valor é derivado de um ou mais ativos subjacentes, os derivativos são de difícil compreensão jurídica. Com a necessidade evidente de regulação estatal, é necessário definir a competência dos órgãos reguladores, bem como as regras que farão regência a essa regulação. Existem dois órgãos competentes

no Brasil: a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que tinha autoridade sobre derivativos cujos ativos subjacentes fossem caracterizados como valores mobiliários; e o Banco Central do Brasil (BCB), que regularia derivativos formados por valores não mobiliários. Essa distinção seguia os preceitos descritos pela Lei nº 6.385/76, que definia a CVM como autarquia competente para regulação de valores mobiliários e mercados de capitais, e listava os ativos que seriam considerados ativos mobiliários. Essa definição se amplia com a Lei nº 10.303/2001, que não só altera a noção de valor mobiliário definida em termos jurídicos em 1976 como ainda entrega à CVM a regulação de qualquer derivativo, independentemente do ativo subjacente ser ou não um valor mobiliário, na medida em que os próprios derivativos, a partir dessa lei de 2001, passaram a receber essa nomenclatura.

Coube à Comissão de Valores Mobiliários, então, a regulação e fiscalização de derivativos das mais diversas naturezas, somada à regulação preexistente de valores mobiliários, ainda que o Banco Central do Brasil e o Conselho Monetário Nacional atuem como reguladores indiretos quando existe o envolvimento de instituições financeiras, em especial nas operações realizadas no mercado de balcão. O regime jurídico praticado pela CVM ficou mais evidente a partir da Instrução nº 467, de 2008, que determinou, entre outras coisas, que os procedimentos relativos à autorização e, então, negociação de contratos de derivativos deveriam ser públicos e podem, portanto, ser encontrados com relativa facilidade. Embora a competência para regulação deste mercado seja da CVM desde 2001, o Banco Central do Brasil e o Conselho Monetário Nacional podem ser considerados reguladores indiretos quando existe, no contrato específico, o envolvimento de instituições financeiras, em especial nas operações realizadas no mercado de balcão. A partir da Instrução nº 467, ficou definido como escopo regulatório da CVM os contratos de derivativos negociados em mercados organizados ou registrados em entidades de administração, como a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos, atualmente CETIP S.A. ou a BM&FBovespa<sup>4</sup>. Assim, contratos bilaterais não registrados em mercados formais não passam pela regulação da CVM e não precisam ser aprovados pela entidade reguladora.

Após a crise de 2008 nos Estados Unidos, a CVM lançou algumas deliberações e instruções sobre instrumentos financeiros derivativos, mostrando que reconhecia o papel desses instrumentos na concepção e propagação da crise financeira<sup>5</sup>. De maneira geral, essas instruções se propunham a incentivar empresas a divulgar maiores informações sobre derivativos e seus impactos, bem como sobre os ativos subjacentes a esses derivativos<sup>6</sup>. Com as mudanças propostas na regulação do sistema financeiro norte-americano, em especial com a divulgação do *Dodd Frank Act*, em 2010, a CVM inicia, em 2011, audiências públicas que se consolidariam por meio da

Instrução CVM nº 539/2013, que trata sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Se houve, em 2008, um esforço no sentido de reconhecer os participantes do mercado de derivativos, a partir dessa instrução a CVM mostrou também um ímpeto de *suitability*<sup>7</sup>.

Ainda em 2011, como consequência das negociações internacionais acerca da regulação do Sistema Financeiro Internacional, de maneira geral, e do mercado de derivativos especificamente, foi implementada no Brasil a Lei nº 12.543, com duas inserções que alteraram o regime jurídico dos derivativos. A primeira inserção determinava o registro em câmaras ou prestadores de serviços de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários como requisito à validade de contratos de derivativos; e a segunda dava ao Conselho Monetário Nacional a competência de fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações de contratos derivativos, e de determinar depósitos sobre valores nocionais desses contratos, desde que essas medidas se mostrem necessárias a ações vinculadas à política monetária ou cambial. Essas inserções estavam em consonância com as propostas internacionais de delegar ao Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (BCBS) e à Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO) o desenvolvimento de padrões globais para a requisição de margem em derivativos cuja liquidação se fizesse fora da contraparte central.

Em relação aos Acordos de Basileia – especialmente Basileia III, lançado em 2010 como resposta à crise financeira norte-americana e que ainda se encontra em implementação –, o Brasil, que tem até 2018 para completá-la, já se enquadra em alguns dos principais pontos levantados pelos Acordos em relação ao mercado de derivativos uma vez que 78% dos negócios são realizados por meio de contratos padronizados, transacionados em bolsa e liquidados por meio de câmaras de compensação.

#### 4 Considerações Finais

A crise de 2008 nos Estados Unidos foi um marco na história dos derivativos. Considerados os instrumentos financeiros de maior culpabilidade pelo colapso, os derivativos se tornaram o principal alvo das novas regulamentações elaboradas com intuito de impedir a ocorrência de novos eventos de mesma magnitude e extensão. Há um consenso entre os diversos autores da teoria econômica de que a interconexão entre os principais sistemas financeiros do mundo, combinada com a elevada complexidade dos pacotes financeiros que faziam parte da cadeia da securitização, foi

responsável pela propagação da crise que teve início no mercado imobiliário norte-americano e acabou levando ao colapso o sistema financeiro de outras economias desenvolvidas, como as europeias, e à falência empresas de diferentes nacionalidades que estavam envolvidas com as negociações de derivativos, como foi o caso de algumas empresas brasileiras.

O Brasil, que em 2008 possuía um mercado ainda incipiente e pouca interconexão internacional, foi, por razões que ultrapassam o escopo desse trabalho, pouco afetado pela crise financeira nos Estados Unidos, sofrendo, particularmente, com a drenagem de financiamento externo. A investigação desta pesquisa confirma a hipótese de que as principais respostas à crise financeira internacional no mercado doméstico se deram no sentido de aproximar o marco regulatório nacional com as discussões feitas em âmbito mundial. Houve, portanto, mudanças no sentido de ampliar a transparência das negociações no mercado de derivativos e criar colchões de liquidez para momentos de corrida bancária e colapsos financeiros, ambas as propostas consonantes com lei norte-americana, *Dodd Frank Act*, e com as negociações internacionais que resultaram no Acordo de Basileia III. A teoria econômica heterodoxa, de maneira geral, levanta o questionamento da insuficiência dessas medidas para impedir a ocorrência de novas crises financeiras no cenário internacional. No caso brasileiro, o crescimento do mercado de derivativos se deu de forma relativamente organizada e, até os últimos anos, lenta, o que provavelmente favoreceu o país durante o colapso do sistema financeiro norte-americano e internacional. Com a ampliação da regulação estatal em prol de uma consonância com o cenário mundial, medidas concernentes a uma maior transparência de operações e sua supervisão deixam em questão também no âmbito nacional até que ponto é possível superar a inovação financeira para regulamentá-la. No Brasil, especificamente, há o agravante de o mercado de derivativos funcionarem a serviço da taxa de juros e da volatilidade cambial. As altas taxas de juros internas provocam uma atração de capital de curtíssimo prazo que, aliada aos obstáculos à plena utilização das forças produtivas, não se converte em investimentos de longo prazo. Em relação ao câmbio, as particularidades da economia brasileira, em especial ao tamanho do mercado futuro de câmbio quando comparado ao mercado à vista, dificultam a política monetária estatal uma vez que a taxa de câmbio parece se formar primeiro no mercado futuro e depois ser transmitida ao mercado à vista. Não há, dentro das medidas propostas pela CVM como resposta à crise financeira de 2008, nenhum tipo de regulação que discuta essas particularidades brasileiras. Há, ainda, que se apontar que a CVM adota critérios de evidenciação de derivativos semelhantes aos propostos entre 1988 e 1990 e os considera como itens fora do balanço (*off balance sheet*), ou seja, como instrumentos

que não envolvem a aquisição de ativos ou passivos e cujos contratos não podem ser contabilizados por seus valores nominais. Na medida em que operações idênticas podem ser objeto de diferentes tratamentos quando realizadas por diferentes segmentos econômicos, tratar derivativos como itens fora do balanço pode minar a busca por credibilidade e transparência nesse mercado. Essa discussão, embora pertinente, não cabe no escopo deste trabalho, mas pretende apontar direcionamentos para reflexões futuras acerca das necessidades específicas do mercado brasileiro de derivativos e sua integração com os sistemas financeiros internacionais.

## Notas

<sup>1</sup> Na teoria dos jogos, o jogo de soma-zero é aquele em que o ganho de um jogador representa necessariamente a perda de outro jogador.

<sup>2</sup> Calcula-se que o volume transacionado neste mercado seja cerca de cinco vezes maior ao volume total transacionado no mercado à vista interbancário (VENTURA; GARCIA, 2012).

<sup>3</sup> De acordo com Rossi (2011), a tese de que a taxa de juros se forma primeiro no mercado futuro e depois é transmitida, via arbitragem, ao mercado à vista é de difícil comprovação, devido à rapidez com que são veiculadas informações nesse mercado. No entanto, além de ser uma tese intuitiva, por causa da elevada liquidez do mercado, há também corroboração no trabalho de Ventura e Garcia (2009) que teve acesso a uma ampla base de dados e chegou a essa conclusão.

<sup>4</sup> No Brasil, existem duas entidades que oferecem serviço de registro de contratos derivativos: BM&FBovespa e CETIP. A primeira dispõe de ambiente para negociação em pregão (bolsa) e balcão, enquanto a segunda dispõe apenas de mercado de balcão.

<sup>5</sup> Depois que a crise de 2008 mostrou a arrojada exposição de algumas empresas brasileiras no mercado de derivativos, um esforço conjunto da BM&FBovespa (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros), da CETIP (Balcão Organizado de Ativos e Derivativos) e da FEBRABAN (Federação Brasileira de Bancos), em parceria com a Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e com o apoio do Banco Central do Brasil (BACEN) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criou a Central de Exposição a Derivativos (CED), com o objetivo de ampliar a transparência em relação às posições de derivativos contratados no Brasil.

<sup>6</sup> De acordo com o Relatório da BM&FBovespa, de 2015, em 2008 foram lançadas: a Deliberação CVM nº 550, dispondo sobre a apresentação de informações de instrumentos financeiros derivativos em notas explicativas às informações trimestrais (ITRs); a Instrução CVM nº 475, apresentando informações sobre instrumentos financeiros em nota explicativa específica e o quadro demonstrativo de análise de sensibilidade, com base nas quais a empresa deveria avaliar o impacto dos instrumentos sobre seus resultados, conforme os valores assumidos pelos ativos subjacentes; e a Deliberação CVM nº 566, que aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 14, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata do reconhecimento, mensuração e evidênciação de instrumentos financeiros.

<sup>7</sup> *Suitability* é o conceito que o Relatório da BM&FBovespa (2015, p.?) define como “[...] a identificação e mensuração do risco são essenciais para a correta avaliação do perfil dos investidores em relação a potenciais perdas”.

## Referências

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Reforma financeira norte-americana: A Lei Dodd-Frank**. Rio de Janeiro: AMBIMA, 2011.

BMF&FBOVESPA. **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>. Acesso em: 5 maio 2016.

FARHI, M. Derivativos Financeiros: hedge, especulação e arbitragem. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 13, p. 93-114, dez. 1999.

\_\_\_\_\_. **Crise Financeira e reformas da supervisão e regulação**. Texto para Discussão 1581. Brasília: IPEA, 2011.

\_\_\_\_\_.; PRATES, D. M. *O Shadow Banking System no 'pós-crise'*. In: André de Melo Modenesi (Org.). **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira**. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012.

(Fundo de Desenvolvimento das Atividades Portuárias (FUNDAP. Grupo Econômico. PIB Do Brasil No Pós-Crise De 2008: Indústria Perde Espaço e Mercado Interno Avança. **Conjuntura Econômica em Foco** – Boletim de Economia, n. 13, p. 1-17, mar. 2012. Disponível em: <[http://www.fundap.sp.gov.br/wp-content/uploads/2014/03/boletim\\_economia\\_13\\_PIB\\_do\\_brasil\\_no\\_pos-cri-se\\_de\\_2008.pdf](http://www.fundap.sp.gov.br/wp-content/uploads/2014/03/boletim_economia_13_PIB_do_brasil_no_pos-cri-se_de_2008.pdf)>.

ROSSI, P. Taxa de câmbio no Brasil: Dinâmicas da arbitragem e da especulação. **Observatório da Economia Global**, n. 7, set. 2011.

VENTURA, André; GARCIA, Márcio. Mercados futuro e à vista de câmbio no Brasil: o rabo abana o cachorro. **Revista Brasileira de Economia**, v. 66, n. 1, p. 21-48, 2012.