

O BIS e o mercado de balcão (OTC), o impacto da crise de 2007/2008 nas regulações: mais do mesmo ou uma descontinuidade sustentada?

The BIS and the OTC market, the impact of 2007/2008 crisis on the financial regulation: more of the same or sustained discontinuity?

LUIZ MORAES DE NIEMEYER NETO | lnemeyer@pucsp.br |
Professor Associado do Departamento de Economia da PUC-SP

MARINA FERNANDES DA SILVEIRA | silveiramarinaf@gmail.com |
Mestre em Economia Política pela PUC-SP

Recebimento do Artigo: Setembro de 2023 **Aceite:** Dezembro de 2023

RESUMO: Estudos acadêmicos destacam que negociação de derivativos no mercado balcão (*over the counter markets*-OTC) foram importantes causadores da crise financeira de 2007/2008. Este artigo busca analisar as regulamentações, publicações, e estatísticas do *Bank for International Settlements* (BIS) e do *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) após esta crise. Ênfase é dada ao mercado OTC. A conclusão é que as novas regulações têm sido incapazes de inibir o mercado de OTC, devido ao lobby das instituições financeiras para manterem estas operações. Os dados do Banco Mundial e do BIS mostram uma tendência de aumento destas operações, mesmo após a crise.

Palavras-Chave: Derivativos; Sistema Financeiro Internacional; Economia Internacional; mercados de balcão (OTC); regulação do BIS; Shadow Bank.

ABSTRACT: Academic studies stress that derivatives traded in over the counter markets (OTC) were important drivers of the 2007/2008 financial crisis. This article seeks to analyze regulations, publications, and statistics by the Bank for International Settlements (BIS) and the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). The OTC market is our focus. The conclusion is that the new regulations are incapable to inhibit the OTC market, among other things, the lobby of financial institutions. Data from World Bank and BIS show an increasing trend on this type of operation, even after financial crisis.

Keywords: Derivatives; International Financial System; International Economy; Over the Counter Market; BIS; Shadow Bank.

Classificação: JEL, F33, F38

1. INTRODUÇÃO

O retorno do pensamento liberal a partir dos anos 1980, atendeu aos interesses do setor financeiro. O resultado é um Sistema Financeiro marcado por inovações. Por outro lado, os reguladores têm sido incapazes de acompanhar os novos processos e produtos. Os Derivativos Financeiros são inovações de produtos deste mercado. Eles são negociados principalmente bilateralmente e de maneira descentralizada no mercado de balcão (OTC). A maioria dos derivativos OTCs são transacionados via *shadow banking*. Por isso, uma análise a respeito deste conceito é importante.

O *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) é um dos principais órgãos onde as normas financeiras são formuladas e definidas. Exemplo disto são as formulações dos Acordos de Basileia I, II e III. Segundo Wade (Wade, 2014), o Comitê opera sob a proteção do poderoso e influente BIS (o clube dos bancos centrais do mundo rico). Portanto, ao focar a pesquisa deste estudo nas normas do BCBS/BIS, permite-nos obter uma ampla visão da regulamentação das finanças internacionais.

O *Bank for International Settlements* (BIS), no fim da década de 1980, publicou o Acordo de Basileia I. A ideia era promover uma competição igualitária entre os bancos a partir da uniformização das normas do setor e o estabelecimento de requerimentos mínimos de capital para risco de crédito. Com a evolução dos mercados financeiros, publica-se em 2004 o Acordo de Basileia II. As normas desse acordo só começaram a ser aplicadas em 2017. Este acordo contempla o aumento do escopo de risco. Por outro lado, promove também a auto regulação das instituições financeiras, baseada na hipótese dos mercados eficientes (EMH). Contudo, Basileia I e II foram incapazes de prevenir a crise financeira de 2007/2008, a qual teve como um dos responsáveis as operações de derivativos no mercado OTC.

Visto as falhas das normativas em vigor durante a crise, em setembro de 2010, publicou-se o Acordo de Basileia III, o qual tinha como objetivo regulamentar o risco de liquidez das instituições financeiras e melhorar o seu poder de absorção de choques financeiros e econômicos. A principal característica desta normativa dá-se pela criação de colchão de conservação e colchão contracíclico. O colchão de conservação de capital seria constituído pelas instituições financeiras em momentos econômicos que não estão em crise, enquanto o colchão contracíclico constituiria em momentos de euforia econômica. Com isto, as instituições financeiras seriam capazes de absorver as perdas, tornando-as mais resilientes.

Diversos pesquisadores brasileiros têm analisado a questão da regulação/impacto das finanças desreguladas. Entre outros destacamos, Dowbor (2017) e Farhi (2011). Este artigo segue a mesma linha de preocupação e tem como objetivo verificar se as novas regulações propostas pelo BIS/BCBS após a crise financeira de 2007/2008 tem sido suficiente para reduzir ou mesmo inibir as operações de derivativos OTC. O principal argumento é que normas como Basileia III e as que a seguiram são insuficientes para inibir o desenvolvimento do mercado OTC. O lobby das instituições financeiras na elaboração destas regulações tem tido êxito em manter o desenvolvimento e crescimento destas operações altamente lucrativas, praticamente inalteradas.

Este artigo é composto por cinco seções. A primeira trata da revisão do conceito de regulamentação financeira e inovação, além de uma breve revisão da hipótese dos mercados eficientes (EMH). A segunda seção aborda o conceito de poder infra-estrutural, o que ajuda a entender o poder político por trás da regulamentação financeira internacional poder esse exercido através do *shadow banking*. A seção três discute o desenvolvimento do mercado OTC. A seção quatro analisa a evolução das normas publicadas pelo BIS/BCBS. A quinta seção ilustra o poder do lobby na indústria financeira internacional (IFI) influenciando as normas do BIS/BCBS. Por fim, é apresentada a conclusão.

2. SEÇÃO 1 - REGULAÇÃO FINANCEIRA, INOVAÇÃO E HIPÓTESE DOS MERCADOS EFICIENTES (EMH)

2.1. Regulação Financeira

As regulações são como um jogo entre reguladores e regulados. Por um lado, os reguladores aplicam restrições via normas. Por outro lado, isso incentiva a criação de novos instrumentos como forma dos regulados evadirem-se. Os reguladores precisam ter a habilidade de prever e, portanto, se antecipar, das estratégias evasivas dos regulados. Caso contrário, há uma constante obsolescência da regulação financeira por não acompanhar as inovações. A regulação abrange tanto questões microeconômicas, como eficiência e bem-estar, como, também, macroeconômica, como estabilidade financeira e crises de crédito.

A abordagem tradicional de regulação usa modelos analíticos de Organização Industrial, como Estrutura-Condução-Desempenho (E-C-D). Ou seja, como estrutura de mercado afeta a conduta dos participantes, que por sua vez, afetam o desempenho do mercado. Regulação neste caso serve como monitoramento da estrutura do mercado.

O repensar da regulação financeira tem sido motivada pela série de crises financeiras que surgiram no mundo industrializado desde o final da década de 1980. Nas últimas décadas, a estrutura do mercado financeiro mudou de um sistema *bank-based* para *market-based*. Isto significa que o modo com que os bancos fazem negócios mudou. Agora os bancos originam ativos, os classificam e os realocam no mercado. O mercado de títulos tornou-se a principal fonte de financiamento. Consequentemente, as crises financeiras manifestam-se nos mercados e não mais nas instituições. Sob essa perspectiva, a abordagem tradicional de regulação não é útil.

2.2. Inovação Financeira

A regulamentação financeira tem um aspecto dual. Ao mesmo tempo que impõe limites para as operações dos instrumentos financeiros, ela estimula a criação de novos instrumentos para evitar os limites impostos pelas regulações. Inovação financeira, como qualquer outra, ocorre constantemente devido ao desejo das instituições financeiras em aumentarem seus lucros.

O movimento de desintermediação/securitização e liberalização no início da década de 1980 acabou ameaçando o espaço de atuação dos grandes bancos comerciais, como intermediários de empréstimos e alocadores de recursos. Dado o impacto na sua rentabilidade, os bancos reagiram lançando inovações financeiras com elevado risco sistêmico (Chesnais, 1995, p. 28). Neste contexto, há a criação e expansão dos mercados de *securities* e derivativos financeiros diversificados.

Derivativos são contratos baseados nas performances futuras de ativos financeiros ou de outro ativo subjacente, geralmente envolvem taxa de juros, câmbio, ações, commodities e títulos. Para Strange (1998), a negociação de derivativos dá-se entre outros fatores pela busca do lucro a partir de uma inovação, que não é regulamentada e tributada, e que contém baixo custo e alto retorno.

2.3. Hipótese dos Mercados Eficientes (EMH)

EMH tem cinco proposições com implicações para a abordagem regulatória seguida pelos reguladores do BIS/Basileia II. Em resumo são, a) os preços de mercado são bons indicadores do valor econômico avaliado racionalmente; b) o crédito securitizado melhorou a eficiência e a estabilidade financeira; c) análise matemática pode fornecer medidas robustas dos riscos de negociações; d) a disciplina de mercado pode ser usada como uma ferramenta eficaz para restringir a tomada de risco prejudicial; e) inovações financeiras são benéficas. Em resumo, o mercado sabe melhor! (*the market knows best*)

Taylor (2010, p. 12) define EMH, “no one can beat the market or more strongly that market transactions are a fair and intrinsically stable game between equally astute players”. Por isso, de acordo com a EMH não há bolhas de ativos. As flutuações de preços estão relacionadas às mudanças nos fundamentos. Ao mesmo tempo, não há oportunidade para arbitragem e lucros extraordinários por parte dos agentes. O mercado ideal para a microeconomia reducionista é a “ciência de preços” e qualquer intervenção externa geraria ineficiências no mercado e na precificação.

A crise financeira de 2007/2008 revelou ao mundo as deficiências da EMH na gestão de risco (Farhi, 2011, p. 7). Pode-se contestar o EMH em vários pontos, como por exemplo, o preço de equilíbrio das ações ou a existência de agentes racionais. Taylor (2010, p.12) observa que em períodos turbulentos com a queda dos preços dos ativos, os modelos do mercado financeiro não poderiam estar mais descolados da realidade. Como os eventos de 2007-2009 demonstraram, os *spillover* crescentes entre os mercados financeiros e a macroeconomia podem destruir o mais refinado dos cálculos micro. Historicamente, a regulação nunca lidou com tais possibilidades (Taylor, 2010, p. 255).

3. SEÇÃO 2 – O PODER POLÍTICO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Esta seção nos auxilia em avaliar o poder das Instituições Financeiras Internacionais (IFIs) em influenciar a regulamentação dos mercados financeiros. Desta forma, iremos visitar um conceito da Teoria das Relações Internacionais, o conceito de poder infraestrutural. A principal preocupação aqui é como esse poder funciona através dos *shadow banks*. Destacamos alguns aspectos deste poder:

3.4. Poder Infraestrutural

The infrastructural power approach yields a more bespoke hypothesis, the interests of actors in specific financial markets align with the interests – understood as maximizing steering capacity – of technocrats who are mandated (or have chosen) to govern through those markets (Braun 2017, p. 8).

Braun (2017) e Braun e Garbor (2020) adaptaram este conceito desenvolvido por Mann para o estudo do poder político do setor financeiro. Mann, (1984, p. 189) citado por Braun (2017, p.7) definiu 'poder infraestrutural' como a capacidade do Estado de [...] "*penetrate civil society, and to implement logistically political decisions*". Braun (2017, p.2) aponta que este conceito envolve uma ação mútua ou uma obrigação recíproca. Ou seja, "*a state that governs through civil society infrastructures at the same time becomes dependent of these infrastructures. Civil-society structures that serve as conduits for governance are empowered vis-à-vis the state.*"

O ângulo reverso da perspectiva teórica de Mann deste poder do Estado é o poder de infraestrutura dos componentes do setor privado. Eles são como canais para operação do Estado. "*When state's actors transact in financial markets for governance purposes, they create infrastructural entanglements, which constitute a distinct source of financial-sector power*" (Braun, 2017, p.2). Esse emaranhamento estendeu a tutela das finanças de mercado junto aos bancos centrais. Assim é que, por meio desse canal que o poder infraestrutural dos atores financeiros opera.

Braun (2017) ilustrou sua análise em como o Banco Central Europeu (BCE) em 2013, se opôs a um imposto sobre transações financeiras sobre acordos de recompras (Repos) ou a uma legislação mais rigorosa nas operações de securitização.² Por outro lado, Braun e Garbor (2020) ilustram como o Federal Reserve Bank (FED) e o BCE, através de política monetária, foram instrumentos para o desenvolvimento do *shadow banking* e do *shadow money*. Por exemplo, o BCE comprou títulos do governo, enquanto o FED comprou títulos lastreados em hipotecas (*asset-backed securities*).

In a nutshell, we argue that shadow money markets have come to serve as the governance infrastructure for central banks. This infrastructural entanglement has increased central banks' dependence on market-based finance, and thus the infrastructural power financial actors are able to exercise in the political process. (Braun; Garbor, 2020, p.241).

This is the transmission mechanism of the infrastructural power of shadow banking, the ECB's readiness to throw around its weight in Brussels to protect the financial infrastructure through which it governs the economy. (ibidem, p.249).

3.5. Finanças baseadas em bancos (bank-based) ou baseada nos mercados (market-based)

A estrutura do Sistema financeiro ilustra como o Estado pode intervir na economia. Na literatura há dois conceitos de estrutura. O sistema financeiro baseado em bancos (*bank based*) ou baseado nos mercados (*market-based*)

Lagua (Lagua, 2019) observa que sistemas financeiros baseados em bancos, como na Alemanha e no Japão, desempenham um papel de liderança na mobilização das poupanças, alocação de capital, supervisão das decisões de investimentos das grandes corporações e fornecimento de meios para gestão de risco. Trata-se de uma relação de longo prazo em que a gestão das empresas está focada no valor das partes interessadas (*stakeholders*), ou seja, como as pessoas e organizações que podem ser afetadas direta ou indiretamente.

Por outro lado, nos sistemas financeiros baseados no mercado, como Inglaterra e Estados Unidos, os bancos compartilham o papel de liderança com o mercado de capitais (de títulos) no direcionamento da poupança das famílias para as empresas. O mercado de capitais exerce o controle corporativo. Nessa estrutura, o acionista é central (Kunt; Levine, 2013, p. 2).

A ideia é que a concorrência no mercado de capitais traz uma maior eficiência assim como ocorre nos mercados de produtos. O vínculo entre concorrência e governança corporativa é dado pelo mercado de ações (SM). Seguindo o axioma, derivado das expectativas racionais, da hipótese dos mercados eficientes, há milhares de agentes experientes no SM. Portanto, SM será mais eficiente em alocar recursos,³ (Singh, 1995).

¹ Garbor (2015) detalha a oposição do BCE a esse tipo de imposto.

² Wade destacou a dificuldade e oposição por parte da comunidade financeira global à introdução de um imposto Tobin (para os europeus financial transaction tax). Ele cita um editorial do Financial Times de fevereiro de 2012. Este afirmava que imposto sobre transação financeira contra entidade financeira penalizaria a "função social útil" de transferência de ativos das unidades superavitárias para as deficitárias. (Wade, 20014, pag. 165).

³ De acordo com o modelo Anglo-Saxão, o mecanismo de aquisição hostil é capaz de reparar todas as ineficiências de mercados de produtos imperfeitos. A aquisição pode promover a eficiência por meio de dois canais distintos: a) por meio da disciplina; b) pelo próprio ato de aquisição. (Singh, 1995).

3.6. Shadow Banking

O Financial Stability Board define “*shadow banking*” como um “*system of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system*” (FSB, 2011, p. 3). O sistema “*shadow banking*” inclui instituições financeiras não bancárias. Normalmente, estas instituições não têm acesso a liquidez do banco central ou garantias de crédito do setor público. Exemplos dessas instituições são Fundos Mútuos do Mercado Monetário, Gestoras de Ativos, Sociedades Financeiras, Emissoras (*conduits*) de títulos de curto prazo lastreados em recebíveis (*asset-backed commercial paper* - ABCP), Sociedades de Propósito Específico (SPE), veículos de investimento estruturados, Fundos de Hedge de crédito e credores de títulos. (Pozsar et al, 2010, p. 2).

Os bancos tradicionais usam depósitos de clientes para realizar empréstimos a outros clientes. A ligação dos bancos quando operam em uma estrutura financeira baseada no mercado (*market-based*) e o “*shadow bank*” é que encontramos securitização em ambos os lados dos balanços dos bancos. Do lado do ativo, títulos garantidos por ativos (*asset-backed securities*, ABSs). Do lado do passivo, financiamento via o mercado de recompra (Repo). Ou seja, os bancos complementam o financiamento (*funding*) via depósitos com empréstimos no mercado de títulos (incluindo empréstimos securitizados) e estes títulos servem como garantia. (Braun, 2017, p. 6).

Promessas de pagamento lastreadas em garantias negociáveis são conhecidas como acordos de recompra, “Repos”⁴, ou financiamento baseado em títulos. O termo “*shadow money*”⁵ refere-se a títulos que cumprem as mesmas funções, mas não gozam das mesmas garantias governamentais, que o dinheiro propriamente dito. Quando um banco cria “*Shadow Money*”, ele cria uma promessa de pagamento lastreado em garantias negociáveis, geralmente títulos emitidos pelo governo ou pelo setor privado. (Braun; Garbor, 2020, p. 246).

The shadow banking sector did not have access to public backstops before the global financial crisis. Instead, it relied on collateral – much of it the kinds of securities that shadow banking produces to begin with – to generate trust in its transactions. However, when the global financial crisis hit, the price of collateral plummeted, threatening not only the shadow banking sector but the financial system. To stabilize the financial sector, the Federal Reserve extended its safety net to shadow banking activities. (Helgadóttir, 2016, p. 932).

Ou seja, a crescente importância dos “*Shadow Dollars*” e “*shadow euro*” reforça a dependência dos bancos centrais do “*Shadow Bank*”, reforçando o poder infraestrutural do emissor de “*Shadow Money*”, ou seja, o sistema “*Shadow Bank*”.

4. SEÇÃO 3 – MERCADO OTC

De acordo com Dodd (2018), todos os derivativos envolvidos na crise financeira de 2007-2008, originária no mercado hipotecário norte-americano, foram negociados no mercado OTC. O mercado OTC permite as instituições financeiras terem um enorme índice de alavancagem com seus ativos, levando-as a assumirem maiores riscos.

Securitizações e derivativos podem ser negociados na Bolsa de Valores ou no Mercado OTC (mercado de balcão). A Bolsa de Valores, ou mercado organizado, é caracterizada por conjuntos definidos de regras para contratos, participantes e informações. Além disto, ela centraliza a informação de compra e venda de todos os participantes do mercado. A Bolsa de Valores também é vinculada a câmaras de liquidação, portanto, os contratos devem estar devidamente registrados. Isto permite que todo o mercado conheça o risco envolvido.

Por outro lado, Mercado OTC é menos transparente, é descentralizado e as câmaras de liquidação não cobrem, em sua maioria, as operações negociadas neste ambiente. As partes negociam diretamente no Mercado OTC. Portanto, somente estas têm informações sobre os contratos, ou seja, as exposições a riscos são desconhecidas pelo mercado.

⁴ “Repos, or repurchase agreements, involve the sale and repurchase of an asset (collateral). Repos are also known as securities financing transactions. A bank can fund its portfolio of government bonds by selling these in a repo transaction, with a promise to buy them back.” (Garbor, 2016, p. 968)

⁵ Criado no sistema de *shadow banking*.

⁶ “Traditional banking uses short-term liabilities (savers’ deposits) to fund long-term assets (loans). Both activities have clear public benefits in that they facilitate saving and long-term investment. This is one reason banks have been granted access to public backstops” (Helgadottir, 2016, p. 932).

4.7. Antes de 2007/2008

O Bank for International Settlements (BIS) publica um estudo trienal de acompanhamento do mercado de derivativos. Em 1996, o BIS publicou seu primeiro estudo. Nesse período, havia um total de US \$ 47,5 trilhões em derivativos negociados em OTC. Estes são classificados em quatro tipos de derivativos: taxa de juros; contratos cambiais; contratos vinculados a ações e commodities (BIS, 1996, p.3). Em 2001, o relatório do BIS destacou um rápido crescimento de derivativos vinculados a créditos. Por exemplo, no final de 1998, o total de derivativos de crédito era US\$ 108 bilhões, enquanto em 2001 este produto alcançou o montante de US\$ 695 bilhões (BIS, 2002, p.24).

Tabela 1 - Posição Global de derivativos em Mercados OTC por tipo de instrumentos entre 1998 - 2019 (US\$ Bilhões)

	1998 (US\$)	2001 (US\$)	2004 (US\$)	2007 (US\$)	2010 (US\$)	2013 (US\$)	2016 (US\$)	2019 (US\$)
Contratos de Taxa de Juros	48.100	75.813	177.450	381.350	478.091	580.374	446.462	523.960
Contratos Cambiais	22.044	20.425	31.497	57.606	62.961	80.901	85.867	98.562
Contratos de Ações	1.341	2.039	5.094	9.518	6.868	6.963	6.761	7.046
Contratos de Commodities	504	674	1.353	8.255	3.273	2.717	1.770	2.114
Contratos de Crédito	108	695	4.474	51.095	31.416	24.845	11.994	8.418
Outros Derivativos	10	3	191	78	72	78	89	253
TOTAL	72.107	99.649	220.059	507.902	582.681	695.879	552.943	640.352

Fonte, p. BIS Statistics (BIS 2021a).

Em 2004, o montante de derivativos OTC aumentou 120% em relação a 2001, alcançando US\$ 220 trilhões de dólares. Derivativos de crédito mostraram um crescimento consistente. A participação dos derivativos de crédito sobre o total era de 2%, com um valor nominal próximo a US\$ 5 trilhões (BIS, 2005, p.22).

Nos três anos seguintes, entre 2004 e 2007, os dados do BIS mostraram um rápido crescimento dos derivativos OTC. Mais uma vez, os números de derivativos crédito são expressivos. Neste período houve um crescimento de 1042% do volume negociado deste produto, um salto de US\$ 5 trilhões para US\$ 51 trilhões (BIS, 2007, p. 4).

O principal instrumento de derivativo de crédito é o Crédito Default Swap (CDS). O CDS é um contrato financeiro bilateral. Este contrato consiste em um prêmio de risco para o tomador do risco em caso de falência ou inadimplência das partes. De acordo com os regulamentos do BIS da época, os bancos eram obrigados a manter um alto volume de capital e reservas. No entanto, com o CDS, os bancos conseguiram retirar seus riscos do balanço. Isso permitiu que reduzissem as necessidades de reserva de capital exigidas pelo BIS. (Bajracharya, 2009, p. 9).

Através dos relatórios do BIS, fica evidente a importância que as operações de derivativos de crédito assumiram no total das negociações no Mercado OTC. Seu relatório de 2005 cita os derivativos de crédito, “with a rapidly expanding range of products, maturities and contracts being the object of hedging demand and speculative investment” (BIS, 2005, p.22). Em 2007, os derivativos de crédito representavam 10,1% dos derivativos OTC (BIS 2013, p.2). Este produto OTC foi um dos componentes centrais da crise do “subprime” de 2007/2008.

4.8. 2007/2008

De acordo com Li (2007) citado por Bajracharya, (2009, p. 8), mais de 99% dos contratos de derivativos são baseados em especulação e não estão relacionados ao setor produtivo real. Isso significa que não há limite para o tamanho deste

mercado e seu efeito pode ser devastador quando as expectativas dos agentes não se concretizam. A crise financeira de 2007/2008 demonstrou que a desregulamentação do sistema financeiro juntamente com as inovações financeiras permitiu às instituições financeiras um aumento na sua capacidade de alavancagem.

Essas instituições extremamente alavancadas levaram toda a economia mundial ao colapso. A crise financeira de 2007/2008 evidenciou a fragilidade do mercado de derivativos OTC. A falta de transparência presente no mercado OTC e o risco sistêmico, pela conectividade dos participantes do mercado, levaram a economia mundial ao colapso. Derivativos, principalmente CDS, com alto grau de liquidez foram o instrumento financeiro mais devastador.

Outro fato que teve um papel importante na crise financeira foi o relacionamento entre os bancos múltiplos, também chamado de bancos originadores, com os *shadow banks*.

Shin (2008) has argued that the interaction of securitization and the growth of the repo market stimulated and fueled the growth of liquidity, and led to the development of a "shadow banking system" that became an "inflating balloon." The system comprised an interdependent chain: sub-prime borrower ⇔ mortgage broker ⇔ originating bank ⇔ mortgage pools ⇔ commercial and investment banks ⇔ rating agency ⇔ SPV ⇔ final investors (Alexander et al. 2007 apud Eatwell, 2008, p.2).

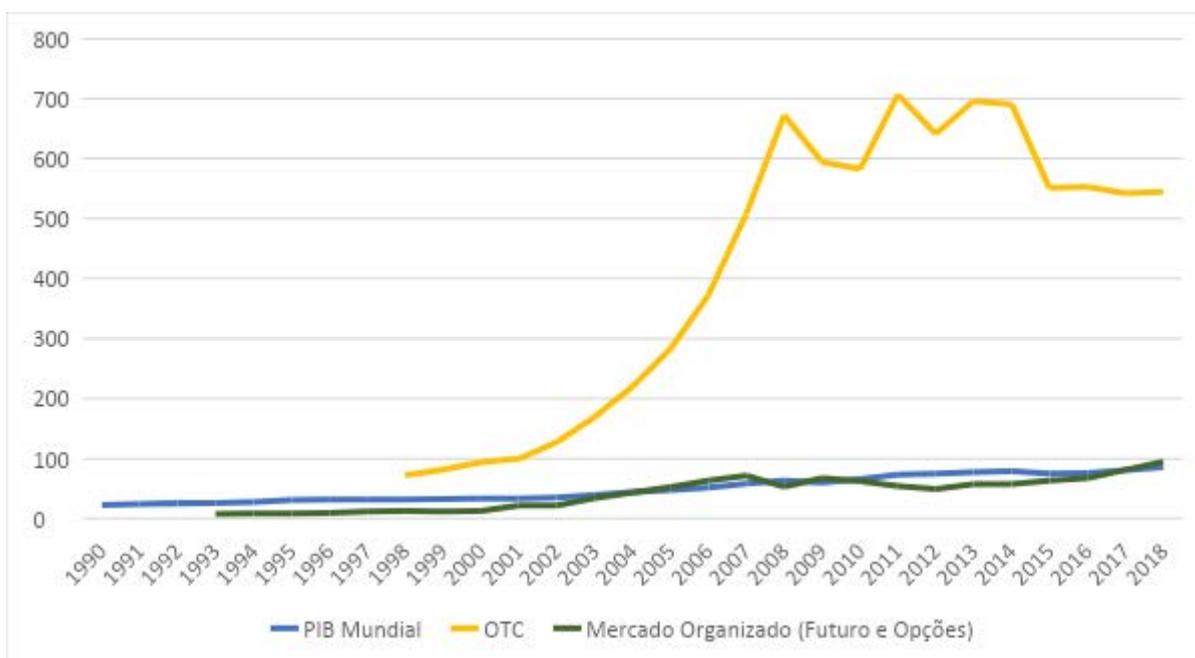
O crescimento exponencial dos derivativos do mercado financeiro é evidente, especialmente nos derivativos OTC, e não condizente com a economia real. O gráfico 1 ilustra este ponto.

Todas as operações de derivativos sofreram redução em seu valor nominal no segundo semestre de 2008 em relação ao primeiro semestre de 2008. Nesse período, as operações de derivativos de taxa de juros atingiram seu menor valor nominal, de US\$ 503 trilhões para US\$ 472 trilhões. Isto representou uma redução de 6,09%. Os derivativos de câmbio seguiram a mesma trajetória, com queda de 19%, chegando a um montante de US\$ 60 trilhões. Além disso, outros derivativos apresentaram quedas mais expressivas. Os derivativos de crédito caíram 24,4%, enquanto os contratos de derivativos de ações tiveram uma queda de 33,7% e os contratos de commodities de 63% (BIS, 2021a)

4.9. 2009 em diante

Devido à crise financeira, o relatório trienal do BIS de 2010 mostrou uma redução no volume de derivativos negociados em OTC após 2008. Contudo, a partir de 2010, o crescimento do volume de operações deste mercado retoma. Por exemplo, em 2013 os valores nominais do total das operações OTC já superavam o valor nominal de 2007. Eles atingiram US \$ 695 trilhões, um aumento de aproximadamente 35% em comparação ao valor pré-crise financeira (BIS, 2013, p. 2).

Gráfico 1 - PIB Mundial versus Derivativos no Mercado Organizado e no Mercado OTC de 1990-2019 (US\$ trilhões)



Fonte, p. PIB – Banco Mundial (2009) e OTC (BIS, 2021a) e Mercado Organizado (BIS, 2021b)

Os dados do BIS de 2010 (BIS, 2010, p. 13) apontam que apesar da crise de 2007/2008 ter revelado a fragilidade do mercado OTC, as operações como derivativos cambiais continuaram a serem realizadas neste mercado ao invés de no mercado organizado. O valor nominal das operações de derivativos de câmbio OTC, em queda desde o segundo semestre de 2008, voltaram a crescer no primeiro semestre de 2010. O mesmo aconteceu com o valor nominal dos derivativos de taxa de juro.

Por outro lado, o relatório mostra uma redução contínua de outros derivativos OTC. Os derivativos de CDS em junho de 2007 tinham valor nominal de US\$ 45 trilhões. Em junho de 2010 este valor era equivalente a US\$ 31 trilhões, representando uma redução de mais de 30%. O mais impressionante foi a queda drástica de derivativos de commodities. Esses passaram de US\$ 8 trilhões, em junho de 2007, para US\$ 3 trilhões, uma redução de 60%.

Em 2013, em novo relatório trienal do BIS, os valores nominais do total das operações OTC superaram o valor nominal de 2007. As operações alcançam o valor de US\$ 695 trilhões, um aumento de aproximadamente 35% em relação ao período pré-crise financeira. Juntos, os contratos de derivativos OTC de taxa de juros e câmbio representavam 95% do valor nominal (BIS, 2013, p. 2). Por outro lado, a posição em derivativos de crédito continuou em queda. A participação de aproximadamente 10% no total de derivativos OTC em 2007 caiu para 3,6% em 2013.

A partir de 2013, é possível observar uma tendência de redução do valor nominal dos derivativos OTC. Por exemplo, as negociações de derivativos de crédito, que em 2007 atingiram o pico de US\$ 51 trilhões, sendo o segundo produto mais negociado, a partir daí, declinou continuamente. Em 2016, o valor nominal dos derivativos de crédito era cerca de US\$ 12 trilhões. Em 2019, seu valor nominal cai para US\$ 8,5 trilhões, queda de cerca de 70%. Derivativos de ações e commodities continuam sendo os produtos menos importantes no mercado de balcão em 2016, totalizando US\$ 7 trilhões e US\$ 2 trilhões, respectivamente. (BIS, 2021a).

Em relação à redução observada a partir de 2013, o BIS (2016a) ajuda a compreendê-la. Ela está relacionada com a utilização de contraparte central (CCP) em contratos de derivativos OTC. Contraparte central (CCP) é uma instituição financeira que assume o risco de crédito de contraparte entre as partes de uma transação, sendo *“the buyer to every seller and the seller to every buyer”*. A CCP tende a aumentar a liquidez dos mercados OTC, promovendo a compensação multilateral e a gestão centralizada de inadimplências (BIS, 2005, p. 7). Por outro lado, as CCP exigem que as partes sejam capazes de cumprir suas obrigações. As CCP são consideradas pelo BIS um elemento-chave na agenda de reforma do mercado de derivativos OTC com o principal objetivo de redução do risco sistêmico.

No final de junho de 2016, 75% dos contratos de derivativos de taxa de juro em mercado OTC estavam registrados junto de uma contraparte central. Enquanto o registro de contratos de derivativos de crédito passou de 10% em 2010 para 37% em 2016 (BIS, 2016, p. 7).

5. SEÇÃO 4 - BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS): REGULAÇÕES FINANCEIRAS – OS ACORDOS DE BASILEIA

Os acordos gestados pelo BCBS são “*soft law*” ou concordata (Strange, 1998). Por um lado, são instrumentos que criam deveres práticos. Contudo, por outro lado, segundo o direito internacional, não tem caráter jurídico (Neiva, 2008, p. 132). Portanto, não é obrigatória a adoção das medidas propostas pelo Comitê. Porém, entende-se que o mercado puniria as instituições que não estiverem de acordo com as melhores práticas, o que inclui seguir as normas do BCBS.

Em 1988, o BCBS publicou o Acordo Capital de Basileia (Basileia I) em resposta à demanda dos países desenvolvidos. O objetivo era evitar que seus bancos repetissem as grandes perdas que enfrentaram devido às crises de endividamento externo dos países em desenvolvimento (Strange, 1998). Os bancos dos países desenvolvidos, por meio dos Euromercado, emprestaram pesadamente os petrodólares a esses países. Como resultado do choque de taxas de juros de Volcker em 1979, cerca de 40 % da dívida denominada em dólares estava inadimplente (Tavares, 1983, p.16).

Por causa da crise financeira do Leste Asiático de 1997, o BCBS iniciou a revisão do Acordo de Basileia I. O objetivo era implementar um novo conjunto de regras. Basileia I estava ficando obsoleta tanto no tocante às inovações financeiras como ao pensamento que se consolidava de que “*markets (as distinct from regulators) know best.*”. (Wade, 2014, p. 153).

Somente em 2004, o BCBS publicou Basileia II, “*and governments only started to implement them in 2007*” (Wade, 2014, p. 156). Basileia II introduziu três pilares. O Pilar I refere-se à exigência de capital mínimo para crédito, risco de mercado e risco operacional.

No Pilar I, Basileia II permite que a instituição financeira use para o cálculo de requerimentos mínimo de capital o método padrão, determinado pelo BIS, ou de modelos internos de riscos, desenvolvido pelas próprias instituições financeiras. Desta maneira, assumiu-se a auto regulação dos mercados financeiros. Os bancos seriam os melhores especialistas na avaliação de risco de suas carteiras. A teoria por trás desta proposta é a hipótese dos mercados eficientes (EMH).

O Pilar II baseia-se na revisão da adequação de capital das instituições e na avaliação interna destas, considerando riscos não prudenciais e fatores externos. Já o Pilar III trata da disciplina de mercado com a divulgação efetiva das informações financeiras da instituição (BIS, 2006).

Apesar de alguns avanços em Basileia II, Jayadev (2013) aponta que Basileia II falhou em prevenir crises financeiras. Isto porque este acordo não incluía regulação do risco de alavancagem, do risco de liquidez e do risco sistêmico. Além disso, e a despeito da exigência de reservas de capital para securitização, o acordo também foi insuficiente para limitar as operações de derivativos OTC, que vinham crescendo significativamente desde a década de 1990.

5.10. Basel III e o G-20

Como consequência da crise de 2007/2008 e das deficiências do Basileia II, o G-20 assume papel central na regulação financeira internacional e na adequação de capital. Eles colocaram o BCBS sob sua tutela. Em 2010, esse, publica Basileia III (BIS, 2011). A nova agenda de regulação buscou regular o risco de liquidez e melhorar a capacidade do setor financeiro em absorver choques econômicos.

No final de 2008, pressionado pela demanda pública, deu-se início a uma reunião envolvendo chefes de estados membros do G-20. Viola, citado por Grabel, descreve como “*a permanent and significant institutional adaptation to the financial crisis, as it shifted decision-making and policy co-ordination efforts to the highest levels of leadership*” (Viola, 2014, p. 117). Além disso, na Cúpula de Pittsburgh em setembro de 2009, o G-20 se autodenominou comitê diretor sobrepondo-se ao BCBS. Grabel, avaliando a afirmação de Viola observa que tanto a autoridade como as realizações do G-20 nesta área deixaram e deixam a desejar (Grabel, 2017, p. 76).

With the resumption of growth in advanced economies in 2010, public demand for change soon weakened. More importantly, rulemaking returned to the Basel Committee, ensuring that domestic stakeholders would work out the technical specifications of the new accord not in the high-profile working groups of the G-20 but in opaque subcommittees lacking proper standards of due process and – crucially – requiring no meaningful ratification. (Lall, 2012, p.617).

Conforme Jayadev (2013) destaca, Basileia III opera principalmente em quatro pontos: a) aumentar os requerimentos mínimos de capital; b) padrões de liquidez; c) mudanças na regulação da liquidez e d) introdução do índice de alavancagem. Basileia III ampliou a cobertura de risco envolvendo as exigências de capital mínimo. Isso cobriria a carteira de negociação (*trading book*) e as exposições em *securities*. Além disso, os bancos que enfrentam grande exposição a derivativos ilíquidos devem aumentar suas margens de garantia dessas operações, ampliando seus prazos de vigência. Eles também deveriam fortalecer a gestão de garantias.

Esse novo acordo propôs um arranjo de mercado com contrapartes centrais (CCP) para mitigar o risco sistêmico causado pelos derivativos. As contrapartes centrais assumem a responsabilidade de garantir a efetividade do contrato. Dessa forma, proporcionariam ao ambiente de derivativos OTC maior transparência e padronização dos contratos.

Basileia III (BIS, 2011) exige um limite mínimo da razão de alavancagem de 3%. Introduziu métricas de liquidez, bem como *buffers* de conservação e *buffers* anticíclicos. Eles estipularam que o *buffer* de conservação seria equivalente a 2,5% dos ativos ponderados pelo risco compostos por ações comuns e lucros retidos (BIS, 2019a, p. 1). Os bancos podem usar este *buffer* em certas circunstâncias. Quando o *buffer* reduz, ele precisa ser reabastecido. O reabastecimento é obtido pela redução da distribuição de lucros e dividendos ou pela captação de novos capitais no setor privado. O objetivo aqui é evitar que as instituições financeiras continuem praticando o pagamento de bônus e dividendos, ao mesmo tempo que enfrentam problemas de escassez de capital.

O *buffer* anticíclico é uma extensão do *buffer* de conservação. Nesse caso, é necessária uma maior alocação de capital em tempos de euforia econômica. Este deve ser composto em doze meses, atingindo até 2,5% dos ativos ponderados pelo risco de capital do Pilar 1. Por outro lado, em tempos de crise, haveria uma redução imediata. Essa estratégia regulatória visa combater o efeito pró-cíclico de Basileia II (BIS, 2011, p. 57).

No entanto, Basileia III é considerada mais uma melhoria de Basileia II do que uma ruptura (Leite; Reis, 2013: 172). Isso porque, mantém os requerimentos mínimo de capital e capital ponderado pelo risco. Além disto, a provisão para perdas ainda se baseia em dados históricos, deixando de lado um componente prospectivo (Reis, 2016: 711).

5.11. Depois de Basel III

Basileia III de 2010 apresenta aspectos importante para reduzir o risco das inovações financeiras discutidas. Derivativos registrados em CCPS, margens e garantias crescentes, são recompensadas com um menor requerimento mínimo de capital. A reforma de Basileia III teve como principal pilar a reavaliação crítica do EMH, dado que restringiram o uso de metodologia interna para cálculo de requerimento mínimo de capital pelas instituições financeiras.

Em dezembro de 2017, o BCBS publicou “Basel III, Finalizing Post-Crisis Reforms (FPCR)” que atualizou Basileia III de 2010. Este documento visava revisar o cálculo do capital mínimo para todos os riscos do Pilar I, buscando reduzir a variabilidade excessiva no Risk weighted asset (RWA) (BIS, 2017).

Esta revisão do marco regulatório buscava melhorar a sensibilidade do método de cálculo padronizado tanto de exigência de capital para risco de crédito como para o risco operacional. O objetivo é manter o RWA mais sensível ao risco. Contra os cânones do EMH, eles impuseram restrições sobre o uso de modelos internos para calcular o capital. Após a crise, a abordagem interna desenvolvida pelas instituições financeiras foi considerada inadequada para capturar o risco das exposições em *securities*.

Buscava-se a melhora da sensibilidade ao risco pois considerava diferentes ativos e *securities*. No entanto, ainda apresentava falhas. Continua a punir os bancos nas operações de longo prazo, estabelecendo uma alocação de capital

⁷ . De acordo com o BIS (2019b), o *buffer* de capital visa garantir que os bancos tenham capital adicional a ser sacado em caso de perdas. Sempre que um pré-determinado requerimento de capital cai abaixo de seu mínimo, ocorre uma restrição automática na distribuição. Portanto, o *buffer* pode ser reabastecido. Por outro lado, o *buffer* de capital anticíclico busca proteger o mercado financeiro de períodos de crescimento excessivo do crédito que muitas vezes têm sido associados a maiores riscos assumidos.

mais elevada em operações de longo prazo do que de curto prazo. Limitar operações de longo prazo significa limitar o investimento produtivo de longo prazo na economia real. Por outro lado, créditos de curto prazo permitem a formação de bolhas especulativas.

Em 2014, o BIS publicou um novo regulamento, “Capital Exchange for Bank Exposures to Central Counterparties” (CEBEC). O documento aborda a política de ponderação de risco das exposições dos bancos nas Contrapartes Centrais (CCPs)⁸. Este adendo ao Acordo de Basileia III inclui a exigência de capital para exposições em OTC nessas contrapartes centrais. Os bancos também se tornam responsáveis por manterem um nível de capital adequado que cubra todas as exposições. A ideia é cobrir todos os riscos envolvidos nas transações envolvendo o mercado OTC (BIS, 2014).

Em 2015, o BCBS publicou outras diretrizes regulatórias, “Margin Requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives” (MRNC). Este regulamento deve ser adotado por instituições financeiras e não financeiras com uma participação no mercado de derivativos OTC de €8 bilhões ou mais (BIS, 2015, p. 9). Ela estabelece a necessidade de margens de garantia na negociação envolvendo derivativos não registrados em contraparte central (CCPs).

A prática de requerimentos de margem já vinha sendo utilizada em transações de derivativos em Mercados Organizado e no Mercado OTC com contrapartes centrais. O objetivo de exigir garantia de margem bilateral é salvaguardar as instituições com contratos de derivativos OTC sem liquidação em CCPs. Esta margem protege contra perdas financeiras devido ao descumprimento de uma das partes em honrar suas obrigações na transação. Ela protege a outra parte do contrato, absorvendo as perdas com a garantia da instituição inadimplente. Esse mecanismo aumenta a confiança em operações de derivativos não compensados nas CCPs.

O Acordo da Basileia sofreu consecutivas reformas e suas revisões foram mais intensas a partir do Basileia III. Todos os adendos buscaram acompanhar os avanços do setor financeiro. Por outro lado, esses adendos recorrentes nas regulamentações demonstram a incapacidade de colocar sob seu arcabouço regulatório todas as complexidades do sistema financeiro internacional.

Storm (2018) argumenta que o mercado financeiro internacional voltou ao ponto em que estava antes da crise de 2007/2008. Infelizmente, a regulamentação do setor financeiro ficou presa em intermináveis negociações políticas. A supremacia do interesse financeiro permanece porque *“there is no acceptable alternative mode of social regulation to replace our financialized mode of co-ordination and decision-making”*.

6. SEÇÃO 5 - O PODER (LOBBY) DA INDÚSTRIA FINANCEIRA INTERNACIONAL E OS ACORDOS DE BASILEIA II, III E ALÉM

Como regra geral, pode-se dizer que a indústria financeira internacional (IFI) prefere operar em um mundo onde a autoridade recai principalmente sobre os estados-nações. Dessa maneira, eles podem intervir melhor no processo político escolhendo a alternativa mais lucrativa. (Wade, 2014, p. 149). Nessa linha, eles podem *“divide and rule”* em seu favor (Wade, 2014, p. 165). A questão da aplicação extraterritorial das regras internacionais introduzidas a nível nacional tem sido altamente conflituosa. Às vezes, frustra o escopo da autoridade regulatória local sobre as empresas estrangeiras. Isso também gera fragmentação na regulação pretensamente de abrangência mundial. (Gravelle e Pagliari, 2018).

Até Basileia II, os bancos seriam os melhores especialistas na avaliação de risco de suas carteiras, o mercado sabe melhor! (the market knows best) ou seja os bancos se autorregulavam. Como mencionado anteriormente, a teoria econômica por trás dessa liberdade dada a estas instituições é a hipótese dos mercados eficientes (EMH). A reforma de Basileia III teve como principal pilar a reavaliação crítica do EMH, dado que restringiram o uso de metodologia interna para cálculo de requerimento mínimo de capital pelas instituições financeiras.

Grabel (2017) em sua extensa pesquisa a respeito da governança das finanças globais nos fornece alguns elementos que servem de pano de fundo para nossa avaliação a respeito da influência (lobby) da indústria financeira internacional na sua regulação após a crise de 2007/2008.

⁸ Contraparte central é uma instituição que assume risco de crédito de contraparte entre as partes de uma transação e fornece serviços de compensação e liquidação para negociações em câmbio, títulos, opções e contratos de derivativos. O risco de crédito da contraparte é o risco de a contraparte de um contrato financeiro entrar em inadimplência antes do vencimento do contrato e não efetuar todos os pagamentos exigidos.

A crise global estimulou a expansão da governança global. Em 2008 a liderança do G-8 foi ampliada para o G-20. A partir desse ano o G-20 sobrepõe-se ao BSBS. Suas determinações visavam controlar as finanças globais (Grabel, 2017, pag. 8). A autora cunha de flerte com Keynes o período 2008 a 2009 por parte das medidas do G-20. Todavia, por volta de junho de 2010 o G-20 abandonou o flerte assumindo o “growth-friendly fiscal consolidation”⁹ (Grabel, 2017, pag. 77)

Alguns proeminentes pesquisadores no campo das finanças globais, visitados pela autora, são classificados por esta como continuístas. Continuísta no sentido de que não observaram nenhuma mudança significativa na governança das finanças globais, mesmo no período de intervenção “keynesiana” do G-20. De acordo com esses autores, o poder contínuo do setor financeiro permitiu, por exemplo, a captura das medidas pós crise contidas na legislação Dodd-Frank nos EUA de 2010 (Grabel, 2017, pag. 8). Classificados como continuísta, entre outros, são Helleiner, Wade e Pagliari. A pesquisa destes autores, entre outros, nos forneceu um panorama para a análise que se segue, a respeito do lobby das finanças globais em sua regulação.¹⁰

7. G-20, BASILEIA III, INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (IIF) E INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA)

Os grandes bancos internacionais de países desenvolvidos têm um porta-voz especialmente eficaz para o setor, o *Institute for International Finance* (IIF), com sede em Washington, DC. Este faz pesquisas e lobby em seu nome (Wade, 2014, p. 1160).

Helleiner analisou a capacidade da indústria financeira internacional (IFI) de influenciar a regulamentação do mercado OTC após a crise de 2007/2008. Para este autor, ela permaneceu a mesma de antes da crise. Juntamente com os pacotes de resgate das instituições financeiras, a capacidade das IFIs de influenciarem e limitarem a profundidade das reformas financeiras propostas estavam presentes. (Helleiner, 2014).

At the Pittsburgh Summit in September 2009, the G-20 extended its demands to the whole of the Basel II framework. Setting a deadline of end-2010, the group ordered the Committee to formulate a new set of capital rules that would form the centerpiece of an ‘international framework of reform’ (G-20, 2009, p. 8). These rules would include higher minimum capital requirements, an international leverage ratio, liquidity ratios and a capital surcharge for systemically important institutions. The BCBS duly complied, releasing in December 2009 a set of preliminary proposals the details of which would be filled in over the next 12 months (BCBS, 2009). In a telling sign of the industry’s frustration, Charles Dallara, IIF Managing Director, complained that ‘political forces are driving the reform agenda, and central bankers have been marginalized in their role’ (Chong, 2009). (Lall, 2012, p. 627).

Além das regras acima destacadas por Lall (2012), a indústria financeira também influenciou na decisão sobre a solicitação de que todos os derivativos padronizados fossem negociados em bolsa e compensados nas CCPs no final de 2012 (Lockwood, 2018, p. 19).

Reforçando a visão de Wade de que a IFI estava fazendo lobby contra as propostas do G-20 (Wade, 2014, p. 165), Lall relata a intensa campanha da IIF contra essas regras. A seguinte declaração abaixo de Jacques Larosiere, ex-Diretor Executivo do FMI e Governador do Banco da França, resume bem essa questão. Importante destacar que, em 2009, Larosiere era o chefe do Grupo de Monitoramento de Mercado do IIF:

Capital ratios, if they are not well conceived, could substantially harm our economies. I see a great danger here. Regulators must not start piling new ratios on the existing ones, adding further requirements (leverage ratios, special ratios on large systemically important institutions, anti-cyclical capital buffers) to the normal – and revamped – Basel II risk-based system . . . Together, their impact could be lethal’ (De Larosiere, 2009). (Lall, 2012, p. 627).

Gravelle e Pagliari relatam que o ISDA e os principais bancos internacionais foram atores-chave junto ao G20 na criação de iniciativas para implementar sua agenda. Tratava-se do mesmo grupo que defendia a auto regulação antes da crise de 2007/2008. (Gravelli; Pagliari, 2018).

⁹ Inspirado em Alesina e Ardagna (2009) e sua “austeridade expansionista.

¹⁰ Helleiner (2014 e 2018), Wade (2014), Pagliari (2018).

7.12. Requerimentos de Capital

Desde Basileia I, os requerimentos de capital são o centro das regulamentações. A ideia é fornecer um colchão contra perdas imprevistas. Devemos sempre ter em mente a observação de Eatwell (2011, p.48) de que nenhum valor de capital substitui um mal gerenciamento. No que diz respeito a Basileia II, esses requerimentos não foram suficientes, *“tripling a capital adequacy ratio of almost nothing still amounts to almost nothing”* (Wade, 2014, p. 176). Os bancos internacionais conseguiram reduzir esta exigência no Basileia III.

7.13. Mercado Organizado (Bolsas)

A exigência de que todos os contratos OTC fossem negociados no mercado organizado (e compensados centralmente) ou seja deixassem de ser OTCs, representaria uma forte barreira contra a especulação. No entanto, os autores abaixo apontam que o G-20 deixou de lado as transações mais complexas. Consequentemente, cerca de um quarto (1/4) dos swaps de taxa de juros, um terço do CDS e dois terços de outros derivativos OTC ficaram fora da compensação nas bolsas (Helleiner; Pagliari; Spagna, 2018, p. 10)

Petry recomenda analisar o Mercado Organizado (bolsas) como um provedor de infraestrutura que pode exercer poder estrutural sobre empresas, investidores e Estados. Ele ressalta que, por serem organizadores do mercado de capitais, deveriam ter uma visão de longo prazo. Todavia, atualmente a maioria deles é voltado para o lucro, e possuem um grande controle sobre os mercados financeiros globais (Petry, 2020, p. 19).

Sobre o poder estrutural do Mercado Organizado (Bolsas de Valores) o autor acima destaca que estes estão diversificando verticalmente seus negócios. Por exemplo, são grandes compradores de contrapartes centrais (CCP). Em 2014, as Bolsas detinham 83% participação das contrapartes centrais no mercado mundial. Em 2006, esse número era de 55%. Além disso, em 2014 cerca de 60% dos derivativos negociados em bolsa eram administrados por cinco CCPs.

7.14. Central Counter Parties (CCP)

Central counterparties (CCPs) can offer significant benefits to a market. However, CCPs are also highly interconnected with financial institutions and markets and therefore too important to fail. The increased volumes cleared through CCPs and their increasing global scope, in particular in the OTC derivatives market, make it even more important that systemic risks related to CCPs are managed. (Wendt, 2015, p.1).

Lockwood destaca que o objetivo do G20 em incentivar que o mercado OTC fosse centralmente compensado via CCPs enfrentou barreiras jurídicas. Embora reconhecendo uma melhoria no controle sobre os mercados financeiros, isto produziu uma fragmentação regulatória. *“Cross-border disputes over recognition and regulatory harmonization have produced regulatory, and in turn, market fragmentation, undermining CCPs’ capacity to most effectively mitigate systemic risk”*. (Lockwood, 2018, p.28).

7.15. Razão de Alavancagem, Índice de Liquidez de Curto Prazo (LCR) e Índice de Liquidez de Longo Prazo (NSFR)

No que diz respeito a controle da alavancagem, Lall relata que o IFF e os principais bancos pressionaram o BCBS contra esta regulamentação em meados de 2009. Consequentemente, o BCBS decidiu não incluir tal medida no Pilar I, e que esta seria uma medida suplementar até pelo 2018¹¹. Em relação ao índice de liquidez de curto prazo (LCR) apesar do autor

¹¹ “In July 2010, meanwhile, the Committee announced that the ratio would be provisionally set at just 3 per cent, allowing banks to accumulate assets an enormous 33 times the value of their Tier 1 capital (BCBS, 2010a, p. 3)”. (Lall, 2012, p. 631).

considerar um avanço, no final o BCBS impôs uma definição menos restritiva para ativos líquidos. Quanto ao NSFR, o autor citando BCBS (BCBS, 2010, p. 2) relata que esse índice regulatório fosse transferido do Pilar I para o Pilar II, junto aos riscos não prudenciais, até pelo menos 2018. (Lall, 2012, p. 631).

7.16. Estrutura Regulatória do BIS após Basileia III

Outras regulações foram elaboradas para complementar Basileia III. Em 2013 foi publicado “*Fundamental Review of the Trading Book*” (FRTB). Sem querer entrar em detalhes, o FRTB, pune os bancos nas operações de longo prazo, estabelecendo uma alocação de capital mais alta em comparação com operação de curto prazo. Deve-se ressaltar que são os créditos de curto prazo permitem a formação de bolhas especulativas. Em 2015 o BCBS publicou o “*Margins Requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives*” (MRNC). Esta regulação contempla instituições financeiras e não financeiras que participem no mercado de derivativos OTC em transações de € 8 bilhões ou mais (BIS, 2015, p. 9).

8. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As regulamentações de Basileia são longas e complexas. Por exemplo, o Acordo de Basileia II contém notas e apêndices com mais de 800 páginas separadas. O mesmo acontece com Basileia III. Portanto, a pesquisa se concentrou no aspecto financeiro da regulamentação, deixando de lado, por exemplo, avaliações sobre risco operacional. A pesquisa buscou esclarecer como o setor financeiro internacional teve sucesso em seus esforços de lobby para conter as regulamentações que inibiriam o desenvolvimento de operações lucrativas e arriscadas do mercado OTC.

Os números justificam essa observação. A posição global nos mercados de derivativos OTC era de US\$ 508 trilhões em 2007. Em 2010, quando Basileia III se tornou pública, esse número era de US \$ 583 trilhões. Em 2013 atingiu o pico de US\$ 696 trilhões. Os números de 2019, de US \$ 640 trilhões, mostram que o tamanho do mercado era praticamente o mesmo. Esta evolução do Mercado de Derivativos OTC refletiu a ausência de regulamentação adequada para esses produtos e uma oportunidade de lucro para as instituições financeiras. A indústria financeira teve sucesso em seus esforços para fazer com que o G-20 e o BCBS reavaliassem as regulamentações mais rígidas.

O BCBS com Basileia III e as normas que se seguiram abordaram diferentes pontos: a) aumento de requerimento mínimo de capital; b) padrões de liquidez; c) mudanças na regulamentação de liquidez; d) a introdução da razão de alavancagem; e) Compensação de derivativos em bolsa; f) Contratos OTC a serem realizados através de contrapartes centrais (CCPs).

Em relação à solicitação de contratos serem compensados nas Bolsas, o G-20 restringiu essa exigência a contratos “padronizados”, deixando de lado contratos com maior complexidade. Quanto à necessidade de contraparte central (CCPs), vários contratos de OTC não se enquadraram nesta exigência. As CCPs são altamente interconectadas com as instituições financeiras. No caso das Bolsas e das CCPs, atualmente, são instituições que buscam a maximização do lucro em detrimento de uma visão de longo prazo. Apesar disso, os líderes do G-20 e o BCBS atribuíram a elas um papel central na governança do mercado de OTCs.

Quanto a razão de alavancagem, Índice de Liquidez de Curto Prazo (LCR) e Índice de Liquidez de Longo Prazo (NSFR) prevaleceu o argumento contra eles a partir do lobby da IFF. O mesmo se aplica a adequação de capital.

Por fim, mas não menos importante, detecta-se a influência do “*shadow banking*” quando, por exemplo, em 2013 o Banco Central Europeu (BCE) evitou a proposta da Comissão Europeia de uma taxa Tobin sobre acordos de recompras (Repos). O mesmo aconteceu quando este protegeu o mercado de securitização e propôs uma flexibilização regulatória.

Quando se visita a estrutura de regulação de Basileia III, observa-se que não há ruptura com Basileia II. Isto levou a muitos críticos a definir Basileia III como “mais do mesmo”. Como Basileia I e II, Basileia III, por exemplo, continua estimulando as operações de curto prazo, penalizando as de longo prazo, o que inibe os investimentos de longo prazo e promove bolhas por meio das operações de curto prazo.

Pode-se inferir que essas regulamentações ajudaram a conter os derivativos de crédito OTC, a principal inovação por trás da crise de 2007/2008. Seu volume caiu de US\$ 52 trilhões em 2007 para US\$ 8,5 trilhões em 2019. Olhando para os números, pode-se supor que o foco dos reguladores estava apenas neste tipo de contrato OTC.

Apesar dessas melhorias, nenhuma das regulamentações foi capaz de reduzir o tamanho do mercado de derivativos OTC como um todo e suas características especulativas. Isso se deve ao desinteresse em adotar regulamentações mais

contundentes nesse mercado por parte dos reguladores, devido ao lobby das instituições financeiras para manter seus elevados lucros com as operações com derivativos. Isso fica evidente ao se observar que não houve redução do volume total de derivativos após a crise. Com efeito, as operações de derivativos OTC retomaram seu crescimento após a crise de 2007/2008, atingindo um volume maior do que antes da crise financeira.

O poder da indústria financeira internacional pode explicar por que a regulamentação atual do BCBS não trata adequadamente a essência do problema. Este envolve, a regulamentação e gestão do risco sistêmico associado aos mercados OTC; o fato de as regulamentações do BCBS serem “soft laws” ou a ausência de uma autoridade financeira mundial.

9. REFERÊNCIAS

- ALESINA, A; ARDAGNA, S. “Large Changes on Fiscal Policy: Taxes versus Spending”. NBER Working Paper no 15438. Cambridge, MA. National Bureau of Economic Research, 2009.
- ALEXANDER, K. et alii. **Financial supervision and crisis management in the EU**. Document IP/A/ECON/IC/2007-069, Policy Department, Department: Economic and Scientific Policy, European Parliament, Brussels, 2007.
- BANCO MUNDIAL. **World Bank Open Data**. 2009. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicador/NY.GDP.MKTP.CD>>. Acesso: mar. 2019.
- BIS, Bank for International Settlements (1996). **Amendment to the Capital Accord to incorporate Market Risks**. 1996. Disponível: <<https://www.bis.org/publ/bcbs24.pdf>>. Acesso: dez. 2018.
- BIS. **Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange and derivatives market activity in 2001**. 2002. Disponível: < <https://www.bis.org/publ/rpfx02t.pdf>>. Acesso: dez. 2018.
- BIS. **Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange and derivatives market activity in 2004**. 2005. Disponível: < <https://www.bis.org/publ/rpfx05t.pdf>>. Acesso: jan. 2019.
- BIS. **International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards**. 2006. Disponível: <<https://www.bis.org/publ/bcbs128.htm>>. Acesso: abr. 2019.
- BIS. **Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange and derivatives market activity in 2007**. 2007. Disponível: < <https://www.bis.org/publ/rpfx07t.pdf>>. Acesso: jan. 2019.
- BIS. **Triennial and semiannual surveys Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at end-June 2010**. 2010. Disponível: < https://www.bis.org/publ/otc_hy1011.pdf>. Acesso: jan. 2019
- BIS. **Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems**. 2011. Disponível: <<https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>>. Acesso: jan. 2019.
- BIS. **Statistical Release: OTC derivatives statistics at end-June 2013**. 2013. Disponível: <https://www.bis.org/publ/otc_hy1311.pdf>. Acesso: jan. 2019.
- BIS. **Capital requirements for bank exposures to central counterparties**. 2014. Disponível: <https://www.bis.org/publ/bcbs282.pdf>>. Acesso: mai. 2019.
- BIS. **Margin requirements for non-centrally cleared derivatives**. 2015. Disponível: <<https://www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf>>. Acesso: mai. 2019.
- BIS. **Triennial Central Bank Survey OTC interest rate derivatives turnover in April 2016**. 2016. Disponível: <https://www.bis.org/publ/otc_hy1311.pdf>. Acesso: jan. 2019.
- BIS. **Basel III: Finalizing post-crisis reforms**. 2017. Disponível: <<https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf>>. Acesso: maio. 2019
- BIS. **Triennial Survey of foreign exchange and OTC derivatives trading**. 2018. Disponível: <<https://www.bis.org/statistics/derstats3y.htm?m=6%7C32%7C617>>. Acesso: junho 2019
- BIS. **Definition of capital in Basel III – Executive Summary**. 2019a. Disponível: <https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/defcap_b3.pdf>. Acesso: fev.2021
- BIS. **The capital buffers in Basel III – Executive Summary**. 2019b. Disponível: <https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/b3_capital.pdf>. Acesso: jan.2021
- BIS. **BIS Statistics Explorer: Global OTC derivatives market**. 2021a. Disponível: <BIS - Derivatives statistics>. Acesso: fev.2021
- BIS. **BIS Statistics Explorer: Exchange-traded futures and options, by location of exchange**. 2021b. Disponível: < BIS - Derivatives statistics>. Acesso: fev.2021
- BAJRACHARYA, S. B. **Are derivatives the cause of a financial crisis?** Eastern Illinois University, 2009. Disponível: <https://www.researchgate.net/publication/284174149Are_derivatives_the_cause_of_a_financial_crisis>. Acesso: mar. 2019.

- BRAUN, B. **Infrastructural power, monetary policy, and the resilience of European market-based banking**. 2017. Disponível: <osf.io/preprints/socarxiv/nrmt4>. Acesso: 10 dez. 2020
- BRAUN, B; GARBOR, D. “**Central banking, shadow banking, and infrastructural power**”. In: MADER P, MERTENS, D e VAN der ZWAN (eds). *The Routledge international handbook of financialization*. London: Routledge, 2020.
- CHESNAIS, F. “**A Globalização e o curso do capitalismo de fim de século**”. *Economia e Sociedade*, 5 (1), dezembro, 1995.
- DODD, R. **Markets: Exchange or Over-the-Counter How securities are traded plays a critical role in price determination and stability**. 2018. Disponível: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/markets.htm>. Acesso: mar.2019
- DOWBOR, L. **A Era do Capital Improdutivo**. 2. ed. São Paulo: Outras Palavras & Autonomia Literária, 2017.
- EATWELL, J; TAYLOR, L. **Global Finance at Risk: The Case for International Regulation**. New York: The New Press, 2000.
- EATWELL, J. “**Liquidity: Lessons from the Current Turbulence**”. *Distinguished Lectures Series, The Egyptian Center for Economics Studies*, 2008. Disponível: http://www.eces.org.eg/cms/NewsUploads/Pdf/2019_1_6-11_58_50vvv.pdf>. Acesso: dez.2020
- FARHI, M. “**Crise Financeira e Reformas da Supervisão e Regulação**”. *Texto para Discussão N° 1581*, Brasília: IPEA, 2011. Disponível:<http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=9753> Acesso: fev.2019
- GARBOR, D. “**A step too far? The European financial transactions tax on shadow banking**”. *Journal of European Public Policy*, nº6, 2015.
- GRABEL, I. **When Things Don't Fall Apart: Global Finance Governance and Developmental Finance in an Age of Productive Incoherence**. London: MIT Press, 2017.
- HELADADÓTTIR, O. “**Banking upside down: the implicit politics of shadow banking expertise**”. *Review of International Political Economy*, Vol. 23(6), 2016.
- HELLEINER, E. **The Status Quo Crisis – Global Financial Governance after the 2008 Financial Meltdown**. Oxford University Press, 2014.
- HELEINER, E; AGLIARI, S; SPAGNA, I. (eds). **Governing the World's Biggest Market: The Politics of Derivatives Regulation After the 2008 Crisis**. Oxford University Press, 2018.
- GRAVELLE, M; PAGLIARI, S. “**Global markets, national toolkits: extraterritorial derivatives rulemaking in response to the global financial crisis**”, in HELEIRNER, E; AGLIARI S; SPAGNA, I. (eds), *Governing the World's Biggest Market: The Politics of Derivatives Regulation After the 2008 Crisis*. Oxford University Press, 2018.
- JAYADEV, M. “**Basel III implementation: Issues and challenges for Indian banks**”. *IIMB Management Review*, v. 25(2) pg. 115-130, 2013.
- KUNT, A. D; LEVINE, R. “**Bank-based and market based financial system: cross country comparisons**” *World Bank: Policy Research Working Papers*. 2013. Disponível: < <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.8349&rep=rep1&type=pdf>> Acesso: dez. 2020
- LAGUA, B. D. “**Bank versus market-based financial systems**”, *Business World*, 2019. Disponível:< <https://www.bworldonline.com/bank-versus-market-based-financial-systems/>> Acesso: dez. 2020
- LALL R. “**From Failure to Failure, “The Politics of International Banking Regulation**”, *Review of International Political Economy*, v.19 (4),609–638, 2012.
- LEITE, K. V. B. S.; REIS, M. **O Acordo de Capitais de Basiléia III: Mais do Mesmo?**” *Revista Economia*, v. 14 (1A), jan/abr, 2013.
- NEIVA, M. “**Análise jurídica do Segundo Acordo da Basiléia: a regulação do mercado bancário internacional por meio de instrumentos de soft law e sua legitimidade democrática**”, *Dissertação de Mestrado não publicada. Universidade de Brasília*. 2008. Disponível: <http://bdtd.ibict.br/vufind/Record/UNB_953adbb50b9f968babc413a89e5e0833> Acesso: setembro 2020
- PETRY, J. “**From National Marketplaces to Global Providers of Financial Infrastructures: Exchanges, Infrastructures & Structural Power in Global Finance**”. *New Political Economy*, Junho, 2020. Disponível: <https://www.tandfonline.com/doi/citedby/10.1080/13563467.2020.1782368?scroll=top&needAccess=true>. Acesso: dez.2020
- SHIN, H. S. “**Securitization and financial stability**”. *Economic Journal Lecture, Clarendon lectures in Finance*, Oxford, June, 2008.
- SINGH, A. “**The Anglo-Saxon Market for Corporate Control, the financial system and international competitiveness**”. *Department of Applied Economics, Working Paper no. AF 16*. University of Cambridge, 1995.
- STORM, S. **Financial Markets Have Taken Over the Economy. To Prevent Another Crisis, They Must Be Brought to Heel**. 2018. Disponível: <<https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/financial-markets-have-taken-over-the-economy-to-stop-the-next-crisis-they-must-be-brought-to-heel>>. Acesso: jan. 2021.
- STRANGE, S. **Mad Money: when markets outgrow governments**. Ann Arbor: The University Of Michigan Press, 1998.
- TAVARES, M.C. “**A crise financeira global**”, *Revista de Economia Política*, vol.3, no. 2, 1983.

- TAYLOR, L. *Maynard's Revenge: The Collapse of Free Market Macroeconomics*. Cambridge, Ma: Harvard University Press, 2010.
- VIOLA, L. A. "The G-20 and Global Financial Regulation". In MOSCHELLIA, M. e WEAVER, C. (eds.), *The Handbook of Global Economic Governance*, Nova Iorque: Routledge, 2014.
- WADE, R. H. "Boulevard to broken dreams: the standards-surveillance- compliance system in the run-up to the Crash of 2008", in EPSTEIN, G, SCHLEESINGER, T. and VERNENGO, M. (eds.), *Banking, Monetary Policy and the Political Economy of Financial Regulation, Essays in the Tradition of Jane D'Arista*, Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2014.
- WENDT, F. "Central Counterparties: Addressing their too Important to Fail Nature", IMF Working Paper, WP/15/21, 2015.