



RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº 2004/1335
Audiência Pública 10/2007

Assunto: Minuta de Instrução sobre aprovação de contratos derivativos pela CVM.

1. Histórico

A minuta objeto de audiência pública trata dos procedimentos de aprovação e registro dos contratos derivativos. As propostas da CVM para o normativo em questão visam a: (a) assegurar que os modelos de contratos derivativos negociados em mercados organizados sejam submetidos à aprovação da CVM; (b) disciplinar os procedimentos internos de aprovação de modelos de contratos derivativos na CVM, de forma similar aos procedimentos relativos à concessão de outros registros; e (c) exigir a aprovação da entidade administradora para contratos derivativos registrados em seu respectivo mercado organizado.

2. Participantes

Participaram da Audiência Pública:

- i. Associação Brasileira de Bancos Internacionais – ABBI;
- ii. Banco Central do Brasil - Bacen;
- iii. BM&F;
- iv. BNP Paribas;
- v. Bradesco;
- vi. CETIP;
- vii. Citibank;
- viii. International Swaps and Derivatives Association – ISDA; e
- ix. Unibanco.

3. Comentários e Sugestões Recebidas



3.1 Derivativos de crédito (art. 1º)

O Bacen propõe que os derivativos de crédito não sejam tratados na minuta posta em audiência pública. O Bacen considera que operações com derivativos de crédito não têm seu valor determinado da mesma forma que os demais derivativos. Para o Bacen, os derivativos de crédito são instrumentos pelos quais são negociados os riscos de crédito de ativos financeiros entre as partes envolvidas. Por isso, o derivativo de crédito mereceria disciplina especial.

A CVM concorda com a análise do Bacen em relação à natureza dos derivativos de crédito. No entanto, a minuta em audiência não disciplina o conteúdo material dos contratos derivativos. Tal documento estabelece tão-somente o procedimento de registro. O processo de análise material de tais contratos obviamente atentarà para a natureza e características peculiares de tais instrumentos, bem como para a regulação em vigor. Assim, não existe a necessidade de edição de norma específica para os procedimentos de aprovação dos derivativos de crédito.

3.2 Padronizados X Não-Padronizados (antigo art. 2º)

A minuta posta em audiência propunha que os contratos derivativos fossem classificados em “padronizados” e “não-padronizados”, sendo os primeiros aqueles que fossem negociados em mercado organizado (ou seja, bolsa ou mercado de balcão organizado) e, os últimos, os contratos derivativos que apenas fossem levados a registro em tal tipo de mercado. A proposta era a de que modelos de contratos padronizados fossem submetidos à aprovação da CVM, enquanto os contratos não-padronizados estariam dispensados de aprovação pela CVM, mas sujeitos à aprovação da entidade administradora do mercado em que fossem registrados.

Vários participantes da audiência se manifestaram acerca da divisão proposta pela minuta. A ISDA afirma que a experiência regulatória internacional recomenda que a regulação distinga claramente os contratos negociados em bolsa daqueles negociados em mercado de balcão organizado ou não, cabendo à CVM somente rever os primeiros. De acordo com tal participante, nos derivativos em mercado de balcão, as partes estabelecem livremente os termos e condições, ajustando-os às suas necessidades específicas. Por isso, a ISDA propõe que os contratos negociados em balcão (organizado ou não) sejam dispensados da aprovação da CVM e da entidade administradora.



A BM&F entende que classificar os contratos derivativos em padronizados e não-padronizados é problemático e sugere, como solução alternativa, a divisão dos contratos derivativos em 3 categorias: bolsa, balcão organizado e balcão não organizado.

A ABBI acredita que a CVM pretende, na definição de contratos padronizados, capturar as operações realizadas no âmbito das bolsas, e sugere, para tornar esse entendimento mais claro, que ao final do inciso I do art. 2º a expressão “mercado organizado” seja substituída por “mercado de bolsa”.

Com o objetivo de esclarecer a redação do inciso I do art. 2º, o Bradesco apresenta proposta para a redação na qual indica os mercados em que os derivativos padronizados serão negociados.

Tendo em vista a dificuldade de entendimento que parece ter sido causada pela divisão dos contratos entre padronizados e não-padronizados, bem como a reflexão posterior das áreas técnicas da CVM indicando que tal divisão pode ser desnecessária, resolveu-se abandonar essa nomenclatura. O que a CVM pretende é aprovar os modelos de contratos de derivativos negociados nos mercados organizados de bolsa e de balcão e, para atingir tal fim, não é necessário criar uma definição.

Os contratos negociados privadamente ou em mercado de balcão não organizado não precisam de aprovação da CVM nem necessariamente de registro em qualquer entidade administradora. Se as partes que tenham negociado um contrato derivativo diretamente entre si, ou no mercado de balcão não organizado, desejarem ou precisarem efetuar o seu registro em mercado organizado, por conta por exemplo de regulação estabelecida por outro órgão, tal ato lhes é facultado, desde que o contrato seja aprovado pela entidade administradora do mercado em que pretendam registrá-lo.

Portanto, a CVM pretende aprovar previamente apenas os contratos derivativos que forem ser negociados, ou seja, oferecidos para contrapartes indistintas, por meio dos sistemas de negociação de que dispõem os mercados de bolsa e de balcão organizado. E essa aprovação pela CVM não será necessária nos casos em que negócios previamente fechados forem em seguida



registrados pelas contrapartes em um mercado organizado. Mas, será preciso que a entidade administradora desse mercado examine e aprove o contrato antes de registrá-lo, pois é seu dever preservar o mercado contra operações que violem suas regras, como seriam aquelas sem fundamento econômico, por exemplo.

3.3 Aprovação de modelos de contratos não-padronizados (antigo art. 4º, atual art. 3º)

O Unibanco e a ABBI discordam da necessidade de aprovação prévia dos contratos de derivativos não-padronizados pela entidade administradora do mercado em que são registrados. O Unibanco, como alternativa a tal exigência, propõe a entrega, sob protocolo, do modelo do contrato à entidade administradora, por considerar que tal aprovação é burocracia excessiva que não evita eventuais fraudes nas condições de demanda, oferta e preço que estão relacionadas às condições financeiras das operações, e não às condições do contrato.

O BNP Paribas propõe prazo de 15 dias para a entidade administradora aprovar ou recusar justificadamente o contrato não-padronizado. Vencido este prazo, ocorreria o registro automático do contrato em referência.

A CVM entende que não é possível exigir das entidades administradoras de mercados organizados que identifiquem e coíbam infrações às normas legais e regulamentares sem dar a tais entidades o dever de examinar previamente os contratos a serem registrados em seus ambientes. A CVM entende que uma atuação rigorosa das entidades auto-reguladoras, especialmente as administradoras de mercados organizados, no controle e fiscalização do mercado é fundamental para o seu bom funcionamento e para a repressão de abusos.

Ademais, tal procedimento de aprovação somente se aplicará a contratos derivativos negociados no mercado de balcão não organizado ou entre duas partes privadas em relação aos quais a entidade conceda mero registro. Como tal registro é facultativo, não há prejuízo para o mercado em deixar que as entidades administradoras estabeleçam critérios e procedimentos de aprovação dos contratos para registrá-los. Ninguém estará impedido de negociar e celebrar um contrato derivativo privadamente. Somente o seu registro estará submetido às regras das entidades administradoras de mercados organizados.



Quanto à sugestão do BNP Paribas de que se estabeleça um prazo de 15 dias para aprovação dos contratos levados a registro, como as partes dos contratos não negociados em mercados organizados já celebraram tais contratos e os estão levando a um registro que é facultativo, entendemos que não é necessário, em princípio, que a norma estabeleça um prazo para aprovar tal documento. Mas incluiu-se a previsão de cada entidade administradora estabelecer e tornar públicas suas regras e procedimentos de aprovação de contratos derivativos para registro em seu mercado.

3.4 Manutenção de documentos (antigo art. 4º, parágrafo único, atual art. 3º, parágrafo único)

A CETIP propõe que apenas o histórico das operações levadas a registro seja mantido pelas entidades administradoras, sob o argumento de que a manutenção da documentação completa competiria às partes da negociação.

Ao aprovar e registrar um contrato derivativo, a entidade administradora do mercado está assumindo que o contrato é viável e não apresenta indícios de que possa significar infração a normas legais e regulamentares, sendo responsável pela comunicação, ao Bacen ou à CVM, de operações que configurem situações anormais de mercado ou caracterizem práticas de fraude ou manipulação (art. 5º da Resolução CMN nº 2.873, de 26 de julho de 2001). Entendemos, portanto, que é adequado que as entidades administradoras mantenham arquivo com os documentos referentes à análise dos contratos que registrem.

3.5 Acompanhamento de contratos pela entidade administradora (antigo art. 5º, atual art. 4º)

A BM&F sugere a inclusão de: a) referência a “lavagem de dinheiro e transferência irregular de recursos” entre as hipóteses que devem ser identificadas e coibidas pelas entidades administradoras do mercado organizado; e b) parágrafo adicional estabelecendo que tais entidades devem dar publicidade periódica aos preços máximos e mínimos e às principais variáveis referentes aos mercados que administram. Ambas as propostas visam a reforçar a capacidade de os organismos reguladores e auto-reguladores fiscalizarem operações irregulares.



As entidades administradoras de mercado organizado estão sujeitas à norma específica da CVM sobre lavagem de dinheiro, a Instrução CVM nº 301, conforme alterada pela Instrução CVM nº 463, de 8 de janeiro de 2008. Da mesma forma, regras sobre a divulgação de informações relacionadas às operações cursadas ou registradas nos mercados organizados estão previstas nos art. 62 (regras gerais sobre operações em mercado organizado de valores mobiliários), 76 (mercado de bolsa), 99 (sistema de registro) e 105 (mercado de balcão organizado) da Instrução CVM nº 461, de 2007.

A CVM entende que o papel das entidades administradoras de mercado organizado, enquanto auto-reguladoras do mercado de valores mobiliários, é de ampla e constante fiscalização dos agentes a elas ligados, tanto em relação ao cumprimento das normas por elas editadas, quanto das normas legais e regulamentares.

Para esclarecer os entendimentos acima, bem como o fato de que as entidades administradoras devem estabelecer normas sobre procedimentos e critérios de aprovação dos contratos que registram, foram feitas as seguintes modificações no antigo art. 5º, atual art. 4º:

1. Inserção de **caput** que esclarece a obrigação da entidade administradora de mercado organizado de estabelecer e tornar públicas regras sobre os procedimentos e critérios para aprovação dos contratos derivativos nela registrados; e
2. Transformação do antigo caput em parágrafo único, substituindo a expressão “modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários” por “infrações às normas legais e regulamentares”.

3.6 Cálculo do valor dos ativos subjacentes (antigo art. 6º, atual art. 5º)

A minuta estabelece que o preço dos ativos subjacentes aos contratos derivativos deve ser apurado a partir de operações em mercado com liquidez. A BM&F argumenta que os ativos subjacentes a contratos derivativos nem sempre são negociados em mercados líquidos, em especial, os ativos agropecuários. Por isso, propõe que se retire essa exigência, mantendo-se



apenas a de que o valor do ativo subjacente seja calculado com base em preços e metodologias consistentes e passíveis de verificação.

A preocupação da BM&F com o conceito de "liquidez" é compreensível, tendo em vista a falta de medidas absolutas e critérios que permitam comparações entre mercados com ativos de naturezas distintas. Em especial, a CVM compreende que certos derivativos estão atrelados a eventos e não a ativos, como é o caso de derivativos climáticos que, por exemplo, estão atrelados à ocorrência ou não de certos níveis de chuvas. Assim, tal requisito foi retirado da minuta.

3.7 Pedido de aprovação dos modelos de contratos (antigo art. 7º, atual art. 6º)

A minuta determina que um dos conteúdos mínimos dos contratos submetidos à aprovação da CVM é “os critérios de cálculo dos preços de liquidação, dos ajustes e das margens”. A BM&F esclarece que, por força da regulamentação do Sistema de Pagamentos Brasileiro, tais critérios já são submetidos à aprovação do Banco Central do Brasil e manifesta preocupação de eventuais contradições entre duas instâncias distintas de controle.

A CVM e o Bacen têm desenvolvido contínuo e frutífero canal de comunicação por meio do Convênio firmado por tais instituições e discutem previamente normas que afetem as jurisdições de ambos os órgãos.

Neste caso, a CVM não acredita estar criando uma dupla checagem dos critérios de cálculo dos preços de liquidação, dos ajustes e das margens. Isto porque a CVM e o Bacen analisam tais dados com diferentes preocupações, cada uma no seu âmbito de atuação. Resumidamente, a CVM está preocupada com a viabilidade e a segurança do mercado do ponto de vista da proteção dos investidores, enquanto o Bacen quer controlar riscos, garantindo que as operações feitas pelos seus regulados sejam hígdas e dentro de certos padrões desejáveis. Nesse sentido, a CVM acredita que informações como os critérios de cálculo dos preços de liquidação, dos ajustes e das margens são relevantes para a análise dos modelos de contrato derivativos a serem negociados nos mercados organizados.

3.8 Antigo art. 11



3.8.1 Esclarecimentos sobre a expressão “esforço de venda” em operações com derivativos

A ABBI solicita definição da expressão “esforço de venda”, de forma a esclarecer com segurança quais operações com derivativos estão sujeitas às disposições da Instrução CVM nº 400. O Citibank também pede esclarecimentos sobre a expressão “esforço de venda” e a identificação do público investidor em operações com contratos derivativos, tendo em vista que os contratos derivativos são geralmente utilizados para o gerenciamento de riscos, e não para captação de recursos. Ademais, sugere que a CVM regule separadamente o registro dos derivativos que têm como objetivo o gerenciamento de risco daqueles que visam a captar recursos.

A BM&F manifesta entendimento de que submeter todas as ofertas de contratos derivativos com esforço de venda à Instrução CVM nº 400, de 2003, pode não ser adequado, pois se estaria estendendo um regime criado especificamente para instrumentos típicos de investimento.

O Unibanco solicita a inclusão de diversos requisitos para que se obtenha uma dispensa automática e/ou um tratamento diferenciado em relação ao disposto na Instrução CVM nº 400, de 2003.

A CVM havia inserido tal dispositivo por entender que existem produtos financeiros destinados à captação de poupança popular que são, na verdade, estratégias elaboradas com base em contratos derivativos. Por essa razão, considerou oportuno, desde logo, inserir comando explicitando que a disciplina da Instrução CVM nº 400, de 2003, alcança tais produtos, se ofertados publicamente, de modo a vedar a interpretação de que valores mobiliários com tais características poderiam ser ofertados ao público com amparo na Instrução ora proposta.

No entanto, tendo em vista o fato de existir a regra geral da Instrução CVM nº 400, de 2003 que, de qualquer forma, abarca tais produtos e obriga os emissores a registrarem na CVM a oferta pública que desejem realizar, decidiu-se retirar o dispositivo por ser desnecessário.

3.8.2 Derivativos ofertados por instituições financeiras (parágrafo único).



A minuta propõe exceção à observância dos requisitos da Instrução CVM nº 400, de 2003, aos “contratos ofertados por instituições financeiras em suas operações habituais de captação de recursos”. Tal provisão visava a alcançar os contratos oferecidos por instituições financeiras a seus clientes, não por esforço de venda, mas como parte da relação instituição-cliente.

O Unibanco propõe a retirada da expressão “habituais” que pode gerar dúvidas, e sua substituição pela previsão de que os contratos objeto da exceção sejam individuais e não negociáveis. Propõe que a exceção estabelecida no antigo art. 12 seja exclusivamente reservada aos contratos ofertados por instituições financeiras aos seus clientes.

A ABBI apresenta proposta semelhante, mas mais abrangente, prevendo a exclusão de toda a expressão “operações habituais de captação”, o que excluiria do alcance das regras da Instrução nº 400 as operações com derivativos feitas por instituições financeiras. A manifestação do Bacen segue exatamente nesta mesma linha.

A Cetip propõe que, além das instituições financeiras, sejam incluídas como exceção as instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central.

Tendo em vista a eliminação do antigo art. 11 por completo, as críticas acima perderam o objeto.

3.9 Outros

A CETIP propõe que os prazos para análise e aprovação ou indeferimento sejam contados em dias corridos e não dias úteis.

A CVM considera os prazos adequados e consistentes com o que já é previsto em outras instruções que tratam de registros.

O Bradesco propõe que o descumprimento do antigo art. 3º, considerado infração grave, seja imputado à entidade responsável pelo registro sem a devida aprovação da CVM.

A CVM considera tal esclarecimento desnecessário. Está sujeito à punição o



destinatário da norma, ou seja, aquele que tinha a obrigação de fazer e não o fez.

4. Alterações de Linguagem

As sugestões sobre linguagem, clareza ou estilo, quando atendidas, foram inseridas diretamente no texto sem discussão no presente relatório.

5. Nova Proposta de Instrução

A minuta incorporando as sugestões acima descritas segue anexa a este relatório.

LUCIANA DIAS

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado