

PARA: SGE

MEMO/CVM/SRE/GER-2/Nº204/2010

DE: SRE/ GER-2

DATA: 22.10.2010

Assunto: Processo CVM RJ-2010-9101. Pedido de manifestação do Colegiado sobre exigência para registro de oferta pública de distribuição de derivativos "Forex"

Senhor Superintendente-Geral,

Em 28.05.2010, Didier Levy Associados Holding Financeira S.A. ("Requerente"), em nome de Didier Levy Banco de Câmbio S.A. (em constituição) requereu registro de oferta pública de distribuição de derivativos "Forex", incluindo pedidos de confidencialidade e de dispensa de requisitos de registro.

Seguiram-se reuniões e tratativas com a Requerente até que, em 04.10.2010, a SRE enviou-lhe o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-2/Nº1346/2010 ("Ofício"), contendo exigências para a concessão do registro.

Finalmente, em 13.10.2010, o requerente apresentou à CVM Pedido de Manifestação Prévia do Colegiado ("Pedido" anexo) acerca da exigência de nº 1.42 do Ofício, abaixo transcrita:

"Adotar, tendo como referência a *Commodity Futures Trading Commission rule 17 CFR part 5 Off-exchange foreign currency transactions*, a **alavancagem de 1:10** nas negociações de derivativos *Forex*, alterando as informações do prospecto e demais documentos que tratem desse item".

Na oportunidade, a Requerente solicitou que o Pedido de Manifestação Prévia fosse encaminhado ao Colegiado "previamente ao exame das demais matérias a serem a ele submetidas no curso do processo de registro, tendo em vista sua prejudicialidade em relação ao prosseguimento do processo".

Assim, encaminhamos o Pedido ao exame desse E. Colegiado, acompanhado das considerações da Requerente e desta área técnica, a seguir descritas.

1. Considerações da Requerente:

"A principal razão para revisão da exigência é que ela teve como referência a *rule 17 CFR part 5 Off-exchange foreign currency transactions*, da CFTC. No entanto, **embora a norma submetida à audiência pública pela CFTC, em 20.01.2010, tenha proposto o limite de 1:10, a norma que terminou sendo editada pela CFTC, em 10.09.2010, adota limites substancialmente superiores, de 1:20 das moedas menos líquidas e de 1:50 das moedas mais líquidas**. Assim, a exigência de proporção mínima de 1:10 não deve prevalecer pelo seu próprio fundamento, na medida em que nem mesmo a jurisdição que pretendeu originalmente adotá-la terminou por fazê-lo.

Além disso, apesar da tentadora alternativa de adotar, entre nós, o padrão que passará a prevalecer nos Estados Unidos da América, ainda assim entendemos que a proporção de 1:100 adotada no Prospecto é suficiente para garantir uma disciplina segura e adequada para o mercado forex no Brasil, pelas seguintes razões:

"(i) embora faça sentido nos mercados forex em geral, em que o investidor está submetido ao risco total da operação (ou seja, ao seu valor nocional), e opera com o depósito de uma parte do risco, 'alavancando' sua posição, o conceito de 'alavancagem' não é adequado no contexto da oferta de Derivativos Forex, da forma como estruturada pela Requerente, porque, exceto nas situações muito excepcionais descritas no Prospecto, as operações realizadas na Plataforma de Negociação (da Requerente) não resultarão, para o investidor, em perdas maiores que os valores que tenham depositado. Esse modelo é diferente do vigente nos Estados Unidos, em que o risco corrido pelos investidores é potencialmente ilimitado, e em que uma proporção de 1:100 seria considerada conservadora, ante àquela de 1:500 utilizada por inúmeras plataformas. Da mesma forma, se outra oferta de Derivativos Forex for apresentada a registro por terceiros, a CVM poderá levar em conta esse fato (a ausência ou não de limitação das perdas ao total investido) na avaliação de riscos da operação e, portanto, na imposição de futuras exigências regulatórias;

(ii) **a Ofertante acatará a exigência 1.41. do Ofício, de que o valor de aplicação mínima inicial seja de R\$ 2.000,00 [1]**. Conforme demonstrado nas tabelas constantes do recurso (leia-se, o Pedido anexo) apresentado pela Requerente, esse valor é elevado quando comparado com o adotado pelas melhores plataformas de negociação no exterior, e superior também ao investimento médio necessário para aquisição de "mini-contratos" de dólar[2]. Assim, a conjugação de uma aplicação mínima alta com uma "alavancagem" moderada – suficiente para atrair o investidor para o mercado regular ao invés de incentivá-lo ao mercado informal – garantirá à Oferta um alto nível de segurança, estabelecendo um padrão de mercado muito elevado no Brasil;

(iii) a regulação norte-americana deve ser interpretada dentro do contexto de reação aos eventos de crise ali verificados. Entretanto, como demonstrado no recurso apresentado pela Requerente, jurisdições relevantes[3] no cenário mundial não optaram por caminho semelhante, tendo preferido valer-se de um acompanhamento de natureza prudencial, voltado à supervisão rigorosa dos níveis mínimos de capital das empresas especializadas em Forex – como ocorrerá no caso da Oferta, por conta da supervisão do Banco Central sobre as atividades da Ofertante;

(iv) atualmente, conforme demonstrado pela Requerente em seu recurso, há um grande mercado informal de operações com Derivativos Forex, mercado esse que, como se sabe, infelizmente, opera de maneira irregular. É com esse mercado informal que, em um primeiro momento, concorrerão os participantes que optarem por formalizar-se corretamente perante a CVM, e é ao investidor que hoje opera sem qualquer garantia nessas plataformas que devem ser mostradas as vantagens da operação regular. A imposição, nesse primeiro momento, de uma limitação excessiva à "alavancagem" acrescentaria um fator de desigualdade relevante na competição entre mercado formal e informal, fator esse que se somaria a todos os custos que o participante formalizado já será obrigado a incorrer, e dos quais, para funcionamento seguro da distribuição pública de Derivativos Forex, não se pode abrir mão, tais como: a organização como Banco de Câmbio, a aquisição de plataforma própria, a obtenção de registro junto às autoridades competentes, a contratação de funcionários qualificados para atendimento ao público, etc.

(v) sob o ponto de vista preventivo de aplicações feitas por investidores sem a experiência ou a tolerância a risco necessárias, a existência de testes de 'suitability' que privilegiem a diversificação das aplicações é mais positiva e eficaz que a imposição de limites baixos de 'alavancagem'. A Requerente entende que seus testes são adequados a essa finalidade."[\[4\]](#)

Com base nos fundamentos acima resumidos, a Requerente pede que "lhe seja autorizada a manutenção da proporção máxima de 1:100 para os derivativos Forex ofertados na plataforma de negociação **ou, na pior das hipóteses, a proporção de 1:50** observado em qualquer caso o valor mínimo inicial de R\$ 2.000,00", como sugerido por esta área técnica na citada exigência 1.41 do Ofício.

3. Considerações da área técnica

Sobre a oferta:

As operações com derivativos *Forex*, mesmo na forma proposta pela Requerente, podem levar a significativas perdas e ganhos. O investidor pode sofrer uma perda total da margem inicial ou do depósito de segurança e de quaisquer fundos adicionais que mantenha com a Requerente para estabelecer ou manter sua posição. Se o mercado for contra a posição do investidor, além do valor dos fundos depositados, sua posição será encerrada. Isto é mesmo com uma trava de *stop-loss*, presente na plataforma de negociação da Requerente, um pequeno movimento nas taxas pode rapidamente ultrapassá-la, disparando-a e fechando a posição com perda. E mais: se o mercado for contra a posição do investidor em função de eventos fora do horário de funcionamento do mercado (fim de semana), sua posição poderá ser liquidada, na abertura do mercado, com perda maior do que a margem depositada, e o investidor, naturalmente, será o responsável pelo *déficit* que resultar em sua conta.

Apesar dos derivativos *Forex* se apresentarem, conforme afirma a Requerente no pedido de registro, como de *volatilidade extrema*, ou seja, de altíssimo risco, a proposta original era de oferta ao varejo, com alavancagem de 1:100 e aplicação mínima de R\$200,00, alcançando assim o pequeno investidor, não qualificado.

Por essas razões, baseamos a exigência 1.42 do Ofício, ora posta ao exame do Colegiado, na proposta inicial da *Commodity Futures Trading Commission - CFTC*, um dos órgãos reguladores do mercado de derivativos nos EUA, que propôs inicialmente fixar em 1:10 a alavancagem para operações de *forex* no varejo, mas acabou por estabelecer em 1:50 a alavancagem para operações de varejo com moedas mais líquidas e 1:20 para moedas menos líquidas (fonte: CFTC - Office of Public Affairs - Final Rule Regarding Retail Foreign Exchange transactions).

Corroborando nossa preocupação quanto a este ponto, a *Financial Industry Regulatory Authority - FINRA*, que se intitula o maior regulador independente dos intermediários de valores mobiliários que operam nos Estados Unidos, em sua *proposal rule 2380*, indica, para "*leverage limitation for forex retail*", a proporção de 1:4, após propor inicialmente a taxa de 1:1,5. Para a FINRA, os índices de alavancagem para *forex retail* adotados por intermediários de mercados futuros foram ajustados para serem comparáveis aos índices de alavancagem para os futuros de moeda negociados em bolsas de futuros. No mercado cambial, não há qualquer chamada de margem, nem qualquer aviso para os investidores depositarem fundos adicionais para manter a posição. Como resultado, com uma alavancagem de 100 para 1, mesmo pequenas variações ao longo do dia nas taxas de câmbio têm podem fechar a posição dos investidores de ambos os lados do mercado. Para proteger os investidores, a FINRA propõe limitar o nível de alavancagem que uma corretora pode oferecer a um cliente de varejo do *Forex*. A FINRA não acredita que as taxas de alavancagem atuais são consistentes com seu mandato para proteger os investidores. Na indústria de valores mobiliários, a margem inicial exigida para títulos é de 50 por cento, representando uma taxa de alavancagem de 2 para 1. Além disso, se o valor de mercado atual da carteira cair abaixo da exigência de manutenção de margem, a operação não seria imediatamente encerrada, mas receberia uma "chamada de margem" e o investidor teria a oportunidade de depositar fundos adicionais para manter a posição aberta. (fonte: Securities and Exchange Commission - Release No. 34-61090)

Sobre o pedido:

Sem entrar no mérito específico de cada uma das considerações da Requerente aqui resumidas, entendemos que a fixação da proporção máxima de 1:50 para a alavancagem na plataforma de negociação é satisfatória, considerando-se (i) que está em linha com a CFTC -Final Rule Regarding Retail Foreign Exchange transactions e (ii) que a Requerente informa que irá adotar o valor mínimo de aplicação de R\$2.000,00 (cf. item ii de suas considerações...). Assim, satisfazendo as duas condições anteriores, de um lado possibilita limitar as perdas dos investidores resultantes de pequenas variações na taxa de câmbio de moeda estrangeira e, de outro, direcionará essas operações a investidores, em tese, um pouco mais capacitados.

4. Conclusão

Solicitamos à SGE submeter o Pedido de Manifestação Prévia à superior consideração do Colegiado, comunicando, em consequência do exposto, o posicionamento desta GER-2, contido nas considerações acima.

Atenciosamente,

Paulo Ferreira Dias da Silva

Gerente de Registro - 2

Ao SGE,

De acordo com a manifestação da GER-2, solicito que esta área técnica possa relatar a matéria.

Ricardo Maia da Silva

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Em Exercício

[1] Exigência 1.41: Adotar, tendo como referência o valor médio de US\$1,500.00 exigido como margem para aplicação em mini contratos de dólar futuro na BM&FBOVESPA, a aplicação mínima de R\$2.000,00 nas negociações de derivativos Forex, alterando as informações do prospecto e demais documentos que tratem deste item

[2] A requerente, em correspondência datada de 13.09.2010, apresenta 3 exemplos de valores de margem de minicontratos praticados, todos superiores ao proposto por esta área técnica.

[3] Segundo o Pedido, as jurisdições relevantes seriam a Europa continental, a Inglaterra e a Suíça.

[4] Acerca dessa manifestação da Requerente, lembramos que, em correspondência datada de 13.09.2010, esta nos informou que não irá rejeitar nenhum cliente, independentemente do resultado teste de *suitability*. Irá, outrossim, enviar por email um alerta sobre o perfil identificado do investidor. Por exemplo, para os conservadores dirá que *"o Forex é um mercado de alto potencial de risco e de muita volatilidade, por isso, investidores conservadores não devem, em princípio, investir mais que 5% (cinco por cento) de sua poupança nesse tipo de aplicação."*