

São Paulo, 1º de setembro de 2017.

OF.DIR. 061/17

Ao

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB

A/C: Departamento de Regulação do Sistema Financeiro – Denor

Ref.: Resposta ao edital de consulta pública do Banco Central 52/2017 – Requerimento de Margem

Prezados,

Primeiramente, congratulamos o Banco Central do Brasil pela iniciativa de colocar em audiência pública a proposta de Resolução (minuta) que dispõe sobre o requerimento de margem bilateral de garantia em operações com instrumentos financeiros derivativos realizadas no País ou no exterior, permitindo aos interessados se manifestarem sobre o tema.

A ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais), na qualidade de representante das instituições que atuam no mercado financeiro e de capitais, reuniu um grupo de trabalho com integrantes do Comitê de Produtos de Tesouraria, para tratar das alterações propostas no edital de consulta pública 52/2017.

A seguir apresentamos nossos comentários, que reúnem sugestões de aprimoramento e eventuais alterações ao texto da minuta.

1. Cálculo do limiar disposto no art. 3º, inciso II

Conforme mencionado no “Relatório de Margem”, enviado para o Banco Central em 23 de fevereiro de 2017, a regra editada pelos reguladores prudenciais dos EUA é aplicável unicamente a *Swap Entities (Swap Dealers e Major Swap Participants)* que sejam objeto de supervisão prudencial e, por conseguinte, não abarca instituições não financeiras. Desse modo, apenas os requerimentos da CFTC (ou da SEC, quando finalizados) poderiam ser diretamente aplicáveis a uma contraparte não financeira, a partir do momento que uma dessas instituições não financeiras efetue registro como *Swap Entity*, o que em geral é motivado pela superação de um dos limiares, de exposição ou “*dealing activity*”.

1



Adicionalmente ao comentado no referido relatório, cabe destacar que estão excluídas do cálculo do limiar para a referida “*dealing activity*” as operações de *hedge*, que atendam a certas especificações¹, conforme consta em documento publicado pela ISDA² em 2014.

Na mesma linha da regulamentação americana, citada como exemplo acima, a EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*), regulamentação editada pela União Europeia referente, entre outras matérias, ao requerimento de margem para operações de derivativos, não inclui, para fins de cálculo da exposição em derivativos, de instituições não financeiras, as operações de *hedge* que atendam a certas especificações³. Assim, no mercado europeu, as operações de *hedge* são excetuadas do cálculo do limite de exposição, necessário para a classificação da entidade não financeira como NFC+ ou NFC- (*Non Financial Counterparty*), conforme consta no documento publicado pela ISDA⁴ em 2015. Tal classificação afeta a natureza e extensão das obrigações estabelecidas pelo EMIR aplicáveis à entidade, sendo que os requerimentos de margem aplicam-se, obrigatoriamente, apenas às instituições financeiras (FCs) e contrapartes não financeiras classificadas como NFC+, excluindo assim as NFC-.

Nesse sentido, para que a norma brasileira fique em linha com o referencial internacional, sugerimos dispensar as operações de *hedge* também do cálculo da exposição (limiar) das pessoas jurídicas não financeiras, e não somente dos requerimentos de margem em si.

Desta forma, as instituições cobertas não precisarão manter controles operacionais excessivos para o cálculo do limiar de clientes que apenas contratem operações de *hedge*. Caso contrário, com a prevalência da redação atual, controles precisarão ser estabelecidos para controle do limiar, ainda que o cliente apenas opere *hedge*.

Adicionalmente, a não exclusão das operações de *hedge* para fins do cômputo do montante de exposição em derivativos de balcão poderá acarretar em custos e controles operacionais para os participantes de mercado sem necessariamente incorrer nos benefícios esperados por essa minuta. Por exemplo, uma contraparte que tem somente operações de *hedge* em seu portfólio, e esse montante supera os limites estabelecidos, poderá ter que vir a trocar

¹ <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2012-10562a.pdf> – 17 CFR, Part 1, §1.3., paragraph (ggg), (6) [Swaps that are not considered in determining whether a person is a swap dealer], (iii) [Swaps entered into for the purpose of hedging physical positions] - página 151.

² Página 20 do documento “*Overview of U.S. and EU OTC derivatives regulatory reforms*”.

³ Parágrafo 3º, art. 10, da *Regulation (EU) nº 648/2012 of the European Parliament and of the Council*.

⁴ Páginas 8 e 9 do documento “*Introduction to EMIR Requirements*”.



margem em uma operação que não seja de hedge, mas essencial à contraparte, ainda que em volumes inexpressivos em relação aos patamares que esta minuta tenta abarcar, gerando um impacto operacional e, conseqüentemente, aumento de custos.

Por fim, sugerimos um ajuste no § 2º do art. 19, sobre o dever de as instituições cobertas verificarem se suas contrapartes são consideradas cobertas previamente à realização de operações cobertas, para permitir que tal verificação possa se dar exclusivamente por meio de documentos declaratórios de responsabilidade da contraparte. Isto, pois, caso a redação prevaleça no formato originalmente publicado, pode-se entender que as instituições cobertas têm a responsabilidade de verificar nos documentos cadastrais, tais como balanços e demonstrações financeiras, se determinado cliente é ou não é considerado uma contraparte coberta, o que não parece viável do ponto de vista operacional:

“§ 2º A verificação de que trata o caput deve ser realizada com base ~~nas informações cadastrais da contraparte e demais~~ em documentos declaratórios de responsabilidade da contraparte.”.

2. Ajustes na definição de grupo operacional disposto no art. 3º

Entendemos ser salutar o estabelecimento de critérios objetivos a fim de esclarecer, ao mercado, quais entidades serão consideradas como participantes do grupo operacional de uma contraparte coberta de forma a gerar previsibilidade na precificação e simetria no mercado. No entanto, o conceito de entidades conectadas introduzido pela Resolução CMN 4.557/2017 e utilizado na proposta apresentada por este D. Banco Central é subjetivo, ao passo que cada instituição financeira tem a liberdade de considerar certas companhias com risco compartilhado. Portanto, caso prevaleça a sugestão apresentada por este D. Banco Central, é possível que as instituições cobertas tenham entendimento diverso entre elas sobre a conexão de companhias do mesmo grupo operacional, o que traz distorções indesejáveis no mercado.

Para ilustrar o entendimento acima, podemos imaginar uma empresa situada no Brasil, controlada por uma empresa estadunidense que, ao cotar uma operação que não tenha a finalidade de *hedge*, pode obter preços diferentes por conta de uma diferença no entendimento das instituições financeiras com relação ao conceito de entidade conectada. Ao passo que uma das instituições pode entender que há compartilhamento do risco de crédito da empresa no Brasil com a controladora e, assim, aplicar a regulação para requerimento de margem, a outra instituição financeira pode ter entendimento diverso, não



considerando a empresa do Brasil como entidade conectada à controladora nos Estados Unidos e, portanto, não exigindo a constituição de margem, o que implicaria diferentes preços para uma mesma operação.

À guisa de exemplo, apresentamos o seguinte caso: a “Empresa A”, que não é considerada como contraparte coberta, mas que, por sua vez, é controlada pela “Empresa B”, sua controladora estrangeira que é considerada como contraparte coberta dada sua atuação no mercado de derivativos no exterior. Caso a “Empresa A” decida cotar uma operação de derivativo no Brasil com o “Banco Y” e “Banco Z”, é possível que a “Empresa A” seja considerada uma entidade coberta pelo “Banco Y” e não seja considerada uma entidade coberta pelo “Banco Z” dependendo dos critérios para caracterização de compartilhamento de risco de crédito disposto na Resolução CMN 4.557/2017, que podem variar em cada instituição nos termos do §3º do art. 22 da referida Resolução. Assim, no caso em tela, o “Banco Y” pode considerar a existência de compartilhamento de risco de crédito entre a “Empresa A” e a “Empresa B” e, conseqüentemente, (i) incluir todas as operações de derivativos da “Empresa B” no exterior no cálculo de contraparte coberta, e (ii) exigir a transferência de margem inicial e margem de variação. Do outro lado, o “Banco Z” pode não considerar a existência de compartilhamento de risco de crédito e, por conseguinte, terá preço mais competitivo, dada a inexistência de margem inicial e margem de variação.

Nesse sentido, de forma a incluir critérios objetivos no normativo, apresentamos nossa sugestão para o inciso III, § 2º, art. 3º, que inclui no grupo operacional da contraparte todas as suas controladas diretas ou indiretas:

“III - pelas demais entidades ~~consideradas conectadas à~~ controladas direta ou indiretamente pela contraparte coberta; ~~nos termos do art. 22 da Resolução nº 4.557, de 23 de fevereiro de 2017.~~”

De acordo com o disposto acima, e considerando que a definição de grupo operacional é necessária para o cálculo do valor nocional agregado médio das operações de derivativos, conforme mencionado no inciso I do art. 3º, ressaltamos que a falta de definição do que seria uma atuação de modo contumaz e significativo pode acarretar insegurança jurídica aos participantes, pois traria subjetividade à definição de grupo operacional da instituição coberta. Assim, sugerimos a exclusão desse trecho do inciso IV, § 1º, art. 3º:

“IV - pelas demais entidades sobre as quais alguma das instituições integrantes do conglomerado prudencial ao qual se refere o inciso II deste parágrafo detenha controle direto



ou indireto nos termos do art. 3º da Resolução nº 4.280, de 2013, ~~e que, a critério do Banco Central do Brasil, atuem de modo contumaz e significativo no mercado de derivativos.~~”

Por sua vez, pertinente ao inciso II, (e) do art. 3º, considerando que os fundos de investimento consistem em condomínios constituídos com recursos de propriedade de diferentes pessoas (naturais/jurídicas) e que a gestão de riscos de fundos é feita individualmente, entendemos ser necessário esclarecer que a apuração do limiar de que trata o referido dispositivo deve se dar de forma individual, não sendo somadas suas exposições com as de outros fundos sob a gestão de uma mesma entidade, com exceção aos fundos exclusivos que integrariam o grupo operacional do cotista exclusivo. Essa sugestão está em linha com a definição para fundos de investimentos que consta no relatório do BCBS (Comitê de Basileia para Supervisão Bancária) e da IOSCO ⁵ referente a requerimentos de margem para operações de derivativos de balcão, o qual determina que fundos de investimentos geridos por um gestor são considerados entidades distintas e tratadas separadamente para fins de cálculo do limite.

3. Operações cobertas, conforme disposto no art. 5º

Com relação ao disposto no art. 5º, inciso II, que permite a exclusão das operações com instrumentos financeiros derivativos realizados entre instituições integrantes do mesmo conglomerado prudencial, gostaríamos de sugerir a alteração da referência ao conglomerado prudencial para abranger todas as entidades que se encontram sob controle comum da entidade coberta, e não apenas as entidades de seu conglomerado prudencial.

Compreendemos que este D. Banco Central entendeu por bem retirar da obrigatoriedade de troca de garantia as operações realizadas pelas instituições financeiras com instituições integrantes de mesmo conglomerado prudencial considerando a ausência de risco de crédito. No entanto, entendemos que o mesmo conceito (i.e., ausência de risco de crédito) aplica-se não apenas para as entidades integrantes do conglomerado prudencial, mas também para outras entidades sob controle comum, inclusive fora do Brasil, formando assim o que costumamos denominar de “grupo econômico”.

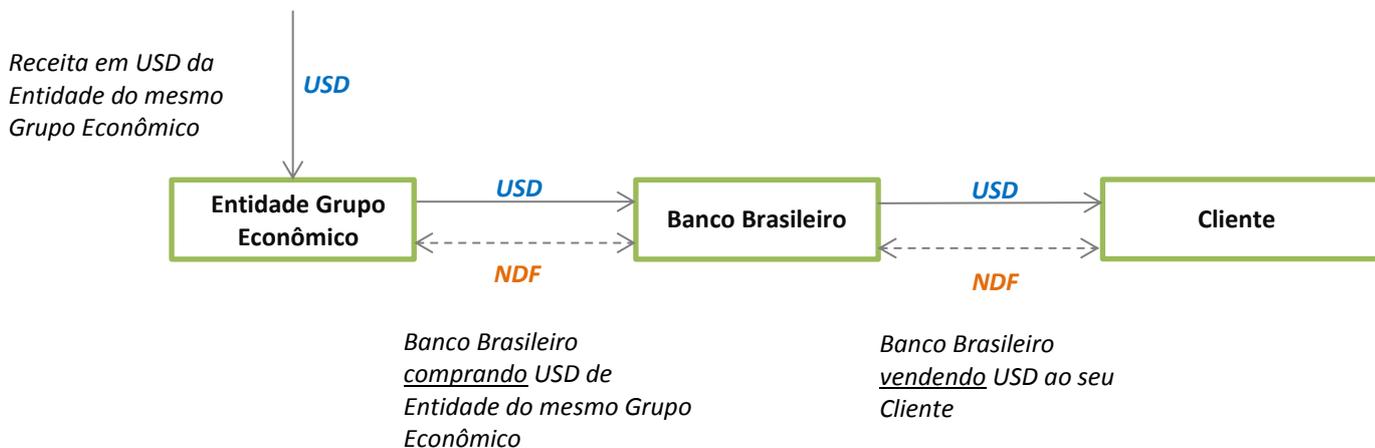
Destacamos que a contratação de derivativos entre empresas do mesmo grupo econômico, ou seja, conceito mais amplo do que o conceito de conglomerado prudencial, ocorre com

⁵ Consultar nota de rodapé 10 do relatório disponível em <http://www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf>



frequência, dado que há cenários em que o risco de mercado de uma operação contratada por sociedade do mesmo grupo é transferido a outra(s) sociedade(s) do mesmo grupo que, porventura, esteja(m) em melhor condição de absorver a exposição a esse risco, dado que tais exposições, inclusive, podem ser de naturezas opostas. Assim, haveria maior eficiência no processo de gestão dos riscos de mercado se tais operações fossem realizadas com contrapartes do mesmo grupo econômico, e não limitadas ao conglomerado prudencial.

Por exemplo, uma instituição financeira contrata um derivativo referenciado em determinado ativo com um cliente assumindo, perante esse cliente, uma posição vendida no referido ativo. Supondo que outra entidade do grupo econômico (por exemplo, um fundo de investimento cujo cotista é instituição não integrante do conglomerado prudencial, mas que tem o mesmo controlador final da instituição financeira local) já seja titular de ativos de mesma natureza, faz sentido, então, que essas duas entidades contratem um derivativo entre si, espelhando aquela operação contratada com o cliente para transferir o risco dessa operação para a entidade que já estaria naturalmente protegida dos riscos daquele derivativo, considerando sua posição em ativos de mesma natureza. Dessa forma, a instituição financeira teria uma posição vendida com um cliente, e uma posição comprada com outra entidade de seu grupo econômico, enquanto essa entidade, por sua vez, estaria vendida no referido ativo por meio de derivativos (além de deter a posição à vista), conforme mais bem representado abaixo:



Portanto, entendemos que também não deve existir a obrigatoriedade de troca de garantia nas operações realizadas entre entidades sob controle comum, uma vez que (i) por conta de estratégias internas de gestão de risco, determinadas instituições financeiras realizam operações cujo risco de uma operação contratada é transferido a outra sociedade do mesmo



grupo (i.e., sob controle comum) que porventura esteja em melhor condição de absorver a exposição a esse risco, mesmo que não necessariamente faça parte de seu conglomerado prudencial; e (ii) não há risco de crédito na realização de tais operações.

Por fim, entendemos ser necessário um ajuste adicional de redação no inciso II, art. 5º, com a substituição da palavra “com” por “entre”, de modo a não suscitar dúvidas a respeito da exclusão dos derivativos entre instituições integrantes do mesmo grupo econômico (i.e., sob controle comum) do conceito de operação coberta.

Desse modo, sugerimos a seguinte redação para o inciso II do art. 5º:

“II - instrumentos financeiros derivativos ~~com~~ entre instituições ou entidades integrantes de mesmo conglomerado prudencial sob controle comum.”

Ainda com relação ao art. 5º da minuta, o qual dispõe sobre a exclusão dos instrumentos financeiros derivativos com a finalidade de *hedge* por instituição não autorizada a funcionar pelo Banco Central do conceito de operações cobertas, entendemos que a finalidade das operações categorizadas como *hedge* deveria se dar por meio de declaração da contraparte. Acreditamos que esse ajuste se faz necessário dado que o enquadramento da operação como *hedge* se dá com base em informações detidas pela própria contraparte coberta, uma vez que a instituição financeira pode não deter as informações suficientes sobre a posição do cliente para realizar tal consideração. Assim, sugerimos a inclusão do seguinte dispositivo no art. 5º:

“§ 1º A verificação de operações com a finalidade de hedge se dará por meio de documento declaratório de responsabilidade da contraparte.”

Aproveitamos a oportunidade para mencionar que, caso passe a ser possível a contratação de derivativos de balcão pelos emissores de Letra Imobiliária Garantida para composição da Carteira de Ativos, conforme consta em uma de nossas propostas de alteração feitas no âmbito do Edital de Consulta Pública do Banco Central 50/2017, por meio do Ofício. DIR. 037/17, e atualmente constante do Projeto de Lei de Conversão 20/2017 (oriundo da Medida Provisória 775), solicitamos que tais operações de derivativos, integrantes da Carteira de Ativos da LIG, sejam excluídas do conceito de operações cobertas, uma vez que essas operações tem como finalidade o *hedge* da própria carteira de ativos. Assim, sugerimos a inclusão do seguinte dispositivo no art. 5º:

“III- instrumentos derivativos integrantes da Carteira de Ativos que garante Letra Imobiliária Garantida, nos termos da [fazer referência à Resolução resultante do Edital de Consulta Pública 50/2017].”



4. Instrumentos financeiros elegíveis como garantia conforme mencionado no art. 24

O inciso II, art. 24, dispõe que o Banco Central está autorizado a estabelecer critérios com relação aos instrumentos financeiros elegíveis como garantia para troca de margens. Gostaríamos de ressaltar uma preocupação já levantada no Relatório de Margem enviado em 23 de fevereiro de 2017, com relação à discussão sobre ativos emitidos pelas instituições financeiras serem considerados elegíveis como garantia.

Recuperando a discussão sobre ativos elegíveis, possivelmente sendo o aspecto que resultará no maior impacto da regra norte-americana sobre instituições e mercados no Brasil, os padrões editados na Europa trazem duas mudanças pontuais, que podem ser relevantes para mitigar esse efeito. A primeira distinção nesse sentido se dá pela elegibilidade de ativos similares à moeda, como depósitos, de modo separado das demais classes de ativos.

Outra diferença é que, ao contrário da regra norte-americana, a regra europeia não conta com uma exclusão geral para emissões de instituições bancárias, ao passo que não estão excluídos os ativos enquadrados como similares à moeda, ainda que não seja claro se essas mudanças permitirão, ou não, que instrumentos como CDB e CDI sejam considerados elegíveis pela regra europeia. Um dos fatores que contribuem para essa diferença é o fato do *cash collateral* (assim como concebido nos EUA) não ser tão comumente utilizado em determinados mercados da EU (União Europeia).

Contudo, não há conforto jurídico para constituição de garantia por meio de *cash collateral* no mercado brasileiro, de modo que os títulos de emissão bancária, tais como CDB e CDI, são os que mais se assemelham ao seu conceito.

Assim, gostaríamos de reforçar o entendimento da necessidade dos seguintes ativos financeiros serem considerados elegíveis como garantia para troca de margens bilaterais, incluindo, mas não se limitando a: Títulos Públicos, CDB (Certificado de Depósito Bancário), CDI (Certificado de Depósito Interbancário), LF (Letras Financeiras), LCI (Letra de Crédito Imobiliário) e LCA (Letra de Crédito do Agronegócio). Quanto aos títulos de emissão de instituição financeira, ressaltamos que nossa proposta inclui apenas aqueles emitidos pela instituição financeira que seja a parte garantida da operação. Entendemos que essa limitação viabiliza a aceitação dos referidos títulos e evita o risco sistêmico, que entendemos que seria a maior preocupação da regra norte-americana, ao excluir estes títulos do rol de ativos elegíveis.



Outro ponto de preocupação se dá no âmbito do art. 17, o qual dispõe que a constituição de garantia para fins de requerimento da margem inicial deve ser formalizada “... *por meio de instrumentos contratuais com amparo legal...*”. É importante mencionar que, atualmente, para ativos financeiros, ainda é realizado o registro do gravame em Cartório de Registro de Títulos e Documentos (CRTD), diferentemente do que ocorre para valores mobiliários depositados, cujo registro se dá exclusivamente em entidades registradoras ou depositários centrais.

Nessa linha, cabe destacar a necessidade para o mercado de que seja regulamentada a constituição de gravames e ônus sobre ativos financeiros em entidades registradoras ou depositários centrais, dado que o registro nestas entidades traz maior centralização de informações, segurança e robustez ao processo de constituição de garantias, com maior agilidade e transparência quanto ao fluxo para constituição de gravames. Esse tema também ganha relevância, principalmente, para viabilizar o cumprimento dos prazos de constituição da margem inicial e de variação, conforme propostos pelo D. Banco Central, tendo em vista que os prazos atualmente implementados pelos cartórios de títulos e documentos não atendem ao prazo proposto na Resolução e que cada complementação da garantia (e.g., margem) depende da celebração de aditivos aos respectivos instrumentos de garantia e novo registro.

5. Filiais e subsidiárias

O art. 18 dispõe que a instituição coberta terá os requisitos de margem de garantia considerados atendidos em operações com contrapartes estrangeiras se as condições mencionadas do referido artigo forem satisfeitas. Entendemos que o disposto no referido artigo poderia ser estendido às contrapartes locais, e não somente aplicável às contrapartes estrangeiras. Isto, pois, uma *branch* brasileira de um banco estrangeiro que atue no mercado brasileiro, além de seguir as regras de margem locais, estaria sujeita também às regras de margem de seu país de origem ainda que atue no mercado brasileiro com contraparte brasileira. Nesse sentido, sugerimos o seguinte ajuste para o art. 18 e para seu inciso I, de forma a esclarecer que as regras de margem estrangeiras poderão ser observadas também neste caso específico:

“Art. 18. Uma instituição coberta terá os requisitos de margem de garantia considerados atendidos em operações com contrapartes estrangeiras ou brasileiras se as seguintes condições forem satisfeitas:”



“I - a instituição coberta é obrigada a trocar margem de garantia para as operações cobertas, definidas nos termos do art. 3º, respeitando os requisitos estabelecidos na regulamentação da jurisdição estrangeira em que está constituída sua contraparte, ou a qual a instituição coberta estiver sujeita; e”

Por sua vez, o inciso II do art. 18 dispõe que os requisitos estabelecidos na regulamentação da jurisdição estrangeira devem ser considerados compatíveis com os padrões mínimos estabelecidos pelo Comitê de Basileia para Supervisão Bancária (BCBS) e pela IOSCO, cabendo à instituição coberta documentar o atendimento da condição disposta no referido inciso.

Considerando-se a multiplicidade de contrapartes e jurisdições, uma alternativa para verificar se o atendimento aos requisitos estabelecidos na regulamentação da jurisdição estrangeira é considerado compatível com os do BCBS e da IOSCO seria utilizar a documentação disponibilizada pelo FSB (*Financial Stability Board*) que traz o status da implementação regulatória dos requisitos de margem para diversas jurisdições, por meio do relatório “*OTC Derivatives Market Reforms*”. Assim, entendemos que a verificação do referido relatório, em conjunto com a existência de CSA (*Credit Support Annexes*) firmado com as contrapartes, seguindo os modelos e diretrizes da ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*), e em conformidade com os parâmetros estabelecidos pelas respectivas jurisdições, deveriam ser suficientes para atender ao disposto no § 1º, inciso II, art. 18.

Portanto, sugerimos o seguinte ajuste de redação para o referido dispositivo:

“§ 1º Cabe à instituição coberta ~~documentar~~ verificar o atendimento da condição disposta no inciso II do caput.”

“I- Para fins de cumprimento do § 1º, relatórios de organismos multilaterais ou internacionais, incluindo, mas não se limitando ao Financial Stability Board (FSB), serão suficientes;”

Por fim, destacamos que o disposto no §2º do art. 18 pode acarretar insegurança jurídica aos participantes, uma vez que dispõe que o Banco Central, com base em análises próprias, poderá considerar que a regulamentação da jurisdição estrangeira não é compatível com tais padrões mínimos, ao passo que o §1º do art. 18 determina que cabe à instituição coberta documentar o atendimento, pela regulamentação da jurisdição estrangeira, dos padrões mínimos estabelecidos pelo BCBS e pela IOSCO. Dessa forma, e em linha com o comentário no parágrafo anterior, sugerimos a seguinte alteração do §2º, art. 18. No entanto, se a redação atual prevalecer, um banco pode se ver obrigado a trocar margem em operações já



contratadas e precificadas, precificação esta sem computar a necessidade de troca de margem, o que acarreta insegurança jurídica para todos os seus contratos.

“§ 2º Para efeito do disposto no inciso II do caput, o Banco Central do Brasil poderá, com base em análises próprias, considerar que os requisitos estabelecidos na regulamentação da jurisdição estrangeira não são compatíveis com os padrões mínimos estabelecidos pelo BCBS e pela IOSCO, por meio de comunicado público. A referida análise e conclusão do Banco Central do Brasil será válida para as operações cobertas contratadas após a publicação da decisão pelo Banco Central do Brasil.”

6. Sugestões adicionais

a) Definição de derivativos conforme art. 2º

O art. 2º traz uma definição de derivativos semelhante a que consta na Circular 3.082, editada pelo Banco Central em 30 de janeiro de 2002, que estabelece e consolida critérios para registro e avaliação contábil de instrumentos financeiros derivativos.

No entanto, observamos que existem divergências na definição constante da minuta do Edital com a que consta na referida circular, os quais poderiam gerar contradições e trazer subjetividade à norma, incorrendo em insegurança jurídica, ao passo que o mercado teria de conviver com mais uma definição de derivativos. Um exemplo dessa dissonância da minuta com a Circular 3.082/02 é a inclusão de qualquer “variável subjacente”, sem especificar que se deve tratar de variável similar às demais previstas no artigo, tal como estabelecido na referida Circular vigente.

Dessa forma, entendemos que a existência de duas definições distintas não é recomendável e, portanto, sugerimos que, para evitar contradições, seja estabelecida na regulamentação a definição disposta no art. 1º, §1º, da Circular 3.082/02 deste D. Banco Central, uma vez que esta definição é a atualmente utilizada pelas instituições financeiras para registro e avaliação contábil de instrumentos derivativos.

Ademais, há dúvidas sobre a extensão do trecho referente à “*variável não financeira, não específica a uma das partes do contrato*”, e em como este conceito se aplica às operações de derivativos praticadas atualmente no mercado. Outro ponto é com relação ao conceito de “*operações cujo investimento inicial seja inexistente ou pequeno em relação ao valor do contrato*”, cuja definição, estabelecida na Circular 3.082/2002, parece mais alinhada à



definição de opções ou operações similares, tais como swap com prêmio, que se buscam enquadrar neste trecho do artigo.

Nesse sentido, sugerimos excluir os incisos do art. 2º, bem como sugerimos a seguinte alteração no caput do artigo, com o objetivo de fazer referência à circular:

“Art. 2º Para fins do disposto nesta Resolução, considera-se derivativo o instrumento financeiro ~~ou outro contrato que apresente, cumulativamente, as seguintes características~~ conforme definido na Circular nº 3.082, de Brasília, 30 de janeiro de 2002.”

b) Operações de câmbio

Entendemos que o disposto no art. 7º, § 2º, busca endereçar o tratamento das operações estrangeiras de termo e swap de moeda com liquidação física, visto que no mercado Brasileiro estas operações são entendidas como operações de câmbio e não operações de derivativos. É o nosso entendimento, portanto, que as operações de câmbio contratadas segundo as normas deste D. Banco Central estão fora do escopo da regra como um todo. Assim, sugerimos a supressão do termo “*FX forward e FX swap*” do § 2º, art. 7º para assegurar que não seja entendido que as operações de câmbio contratadas segundo as normas do Banco Central se submetam ao disposto nessa norma.

“§ 2º Ficam isentos da obrigatoriedade de que trata o caput os contratos a termo e de swaps de moedas ~~(FX forward e FX swap)~~ com liquidação física.”

Adicionalmente, compreendemos que este D. Banco Central entendeu por bem retirar da obrigatoriedade de requerimento de margem inicial os contratos a termo e de swaps de moedas com liquidação física, e entendemos que o mesmo conceito pode ser estendido ao cálculo do valor nocional agregado médio (limiar), citado no art. 3º da minuta, de modo que tais operações sejam excluídas do referido cálculo. Para tanto, segue sugestão de inclusão de dispositivo no § 3º, art. 3º:

“I – estão excluídos da apuração do valor nocional agregado médio os contratos a termo e de swaps de moedas com liquidação física.”

Por sua vez, o inciso I, art. 10, dispensa as instituições cobertas da constituição de margem inicial quando o somatório das margens iniciais mínimas apuradas para todas as operações cobertas realizadas entre as instituições integrantes de seu grupo operacional e todas as instituições integrantes do grupo operacional da contraparte coberta for inferior a R\$150



milhões. No entanto, o § 1º desse artigo veda a exclusão dos contratos a termo e de swaps de moedas com liquidação física para efeito da apuração do valor de que trata o inciso I.

Sobre esse ponto, entendemos que, se não há obrigatoriedade em constituição inicial de margem para os contratos a termo e swaps de moedas com liquidação física, estes não deveriam ser incluídos no cômputo do inciso I do art. 10. Assim, sugerimos a exclusão do § 1º do art. 10:

~~“§ 1º Para efeito da apuração do valor de que trata o inciso I do caput, é vedada a exclusão dos contratos mencionados no § 2º do art. 7º.”~~

c) Enquadramento de contraparte central

O § 2º, art. 1º dispõe que cabe às instituições financeiras comprovar o enquadramento da entidade que atua como contraparte central na hipótese do inciso III, § 1º, para efeito de isenção de cobrança de margem bilateral de garantia.

Considerando que as contrapartes centrais no exterior já têm a documentação necessária para fazer a comprovação do referido enquadramento, dada a implementação dos requerimentos de margem, sugerimos a inclusão do seguinte dispositivo, com o objetivo de prever que o disposto no § 2º, art. 1º possa ser cumprido por meio dos *self-assessments*, publicados pelas bolsas aderentes aos princípios de CPMI-IOSCO, demonstrando sua aderência a tais princípios.

“I – a comprovação exigida pelo § 2º do art. 1º poderá ser cumprida com base em autoavaliação (self-assessment) produzida pelas respectivas contrapartes centrais para demonstração de sua aderência aos princípios de CPMI-IOSCO.”

d) Requerimentos de margem

i. Constituição da margem

Sugerimos a seguinte alteração no § 2º, art. 6º, que dispõe sobre a forma de constituição da margem de garantia, com o objetivo de evitar eventuais conflitos com o conceito de depósito de garantias, conforme regulamentado pela CVM. Nesse sentido, segue a sugestão com a supressão dos termos “coleta” e “depósito”:

~~“§ 2º A margem de garantia será constituída ~~pela coleta ou pelo depósito dos~~ sobre os instrumentos financeiros e ativos definidos pelo Banco Central do Brasil.”~~

Com relação ao art. 17, consideramos que, ao dispor sobre a necessidade de formalização da constituição da margem inicial por meio de instrumentos contratuais com amparo legal, o



dispositivo deixa suficientemente clara a tal necessidade, não sendo necessário incluir que a formalização deve ocorrer “em todos os foros relevantes”. Ademais, o termo pode acarretar insegurança jurídica, principalmente quando se tratar de contratos celebrados no exterior. Adicionalmente, sugerimos que seja feito um ajuste para substituir os termos “coleta” e “depósito”, pelas mesmas razões expostas no parágrafo anterior.

“Art. 17. A ~~coleta e o depósito de~~ constituição de garantias sobre instrumentos financeiros para fins de requerimento da margem inicial devem ser formalizados por meio de instrumentos contratuais com amparo legal ~~em todos os foros relevantes~~ e cujas cláusulas assegurem, no mínimo:”

De forma semelhante ao sugerido acima, propomos um ajuste no § 1º, art. 20, que estabelece que os direitos e as obrigações necessários ao cumprimento dessa norma devem estar previstos em contratos celebrados pelas instituições cobertas com cada contraparte coberta, devendo ser formalizados por meio de instrumentos contratuais com amparo legal. Assim, segue sugestão para retirar a menção a “todos os foros relevantes”, também, do § 1º, art. 20:

“§ 1º Os contratos de que trata o caput devem ser formalizados por meio de instrumentos contratuais com amparo legal ~~em todos os foros relevantes~~ e estabelecer, no mínimo:”

ii. Margem inicial

A sugestão apresentada para o § 1º, art. 7º promove um ajuste semelhante ao citado anteriormente, para suprimir os termos “coleta” e “depósito”. Ademais, sugerimos substituir a referência à vedação à compensação pelo termo “*com base em seus valores brutos*”, de modo que o espírito precípua do dispositivo é mantido, ao mesmo tempo em que se evita eventual contradição a respeito do vencimento antecipado pelo valor compensado das operações de derivativos (*close-out netting*).

“§ 1º A margem a que se refere o caput deve ser constituída de forma bilateral, ~~coletada e depositada em bases bilaterais~~, com base em seus valores brutos, ~~vedada a compensação entre margem a ser coletada e depositada.~~”

Na sequência, sugerimos ajuste no art. 8º para suprimir os termos “coleta” e “depósito”:

“Art. 8º As instituições cobertas devem apurar o valor da MIM a ser ~~coletada e depositada~~ constituída com cada contraparte coberta a cada dez dias úteis, no máximo, ou no dia útil subsequente a qualquer dos seguintes eventos:”



Ainda com relação ao art. 8º, sugerimos uma alteração no inciso II, para contemplar as hipóteses de antecipação (resilição bilateral) do contrato, que podem ser totais ou parciais, e não somente o vencimento da operação:

“II - ~~vencimento~~ liquidação total ou parcial de operação com a mesma contraparte;”

Adicionalmente, sugerimos a inclusão de um dispositivo no art. 8º para incluir a cessão, parcial ou total, de operação como evento para apuração da MIM, uma vez que a cessão implica na transferência de risco da operação, logo, necessário recálculo da margem neste caso:

“IV - Cessão, parcial ou total de operação.”

Sugerimos ajustar o § 2º, art. 10, para que o valor agregado das margens iniciais seja igual ou superior ao valor que exceder R\$150 milhões, nos casos em que especifica:

“§ 2º Caso o somatório mencionado no inciso I do caput seja superior a R\$150 milhões, as respectivas instituições cobertas e contrapartes cobertas deverão manter margens iniciais de maneira que o valor agregado dessas margens seja igual ou superior ao valor que exceder R\$150 milhões”.

Por fim, acreditamos que o ajuste sugerido no 3º, art. 10 poderá adicionar segurança jurídica aos participantes, ao deixar claro que a obrigação para constituição de margem inicial, entre instituições cobertas integrantes de um mesmo grupo operacional, deve ser estabelecida em contrato.

“§ 3º As instituições cobertas integrantes de um mesmo grupo operacional deverão estabelecer, nos respectivos contratos das operações de derivativos, ~~poderão escolher~~ quais dessas instituições estão obrigadas a manter as margens nos termos do § 2º.”

iii. Margem de variação

Tal qual já mencionado em outras seções deste documento, entendemos necessário excluir a referência a depósitos, de forma a evitar entendimento equivocado tendo em vista que o mesmo termo é utilizado em regulamentação da CVM, para situações diversas. Além disso, sugerimos alguns ajustes adicionais que não alteram o conceito proposto, mas esclarecem o escopo da compensação no que diz respeito à MVM.

“Art. 11 (...)

Parágrafo único. A margem a que se refere o caput deve ser constituída coletada ou depositada de forma bilateral, ~~em bases bilaterais,~~ permitida, para fins de apuração da MVM, a compensação ~~dos contratos cobertos~~ das operações de derivativos sujeitas a ~~por~~ um mesmo



acordo bilateral para compensação e liquidação de obrigações, bem como a compensação entre os valores de MVM a serem transferidos de uma parte à outra”.

iv. Disposições comuns

Tendo em vista que os requerimentos de margem só se aplicam quando ambas as partes são consideradas cobertas, gostaríamos de sugerir o seguinte ajuste no caput do art. 15, para deixar claro que as disposições dos incisos subsequentes se aplicam apenas no caso de a instituição e a contraparte serem consideradas cobertas:

“Art. 15. Caso a instituição e a ~~ou~~ contraparte sejam consideradas cobertas, nos termos do art. 3º, o requerimento de margem de que trata esta Resolução será:”

Por fim, sugerimos uma alteração no caput do art. 16 para prever a negociação do requerimento de margem entre as partes, na situação em que uma contraparte deixe de ser considerada coberta.

“Art. 16. Caso a instituição ou a contraparte deixe de ser considerada coberta, nos termos do art. 3º, o requerimento de margem de que trata esta Resolução deixará de ser aplicado imediatamente a todas as operações por ela contratadas, podendo as partes negociarem de forma diversa nos seus respectivos contratos.”

v. Segregação da margem inicial

O inciso I do art. 17 determina que a liquidação ou a transferência de titularidade da margem deverá ser imediata na ocorrência de descumprimento da obrigação de pagamento pela contraparte. No entanto, destacamos que é preciso respeitar eventuais prazos de cura que as partes tenham estabelecido em contrato, com o objetivo de permitir a transferência da margem após decorrido tal prazo, a ser observado quando do descumprimento da obrigação de pagamento. Nesse sentido, sugerimos a seguinte alteração no referido dispositivo:

“I - a tempestiva liquidação ou a transferência imediata de titularidade do instrumento financeiro coletado como margem de garantia inicial, na ocorrência de ~~descumprimento da obrigação de pagamento~~ inadimplemento pela contraparte.”

Considerando a ausência de previsão expressa na legislação atual que trata dos regimes especiais de insolvência aplicáveis às instituições financeiras acerca da não sujeição de determinadas modalidades de garantia a tais regimes, sugerimos a seguinte alteração do inciso II, art. 17:

“Art. 17, II - a segregação dos instrumentos financeiros depositados como margem de garantia inicial do patrimônio da entidade coletora, assegurando sua disponibilidade imediata



para a depositante, conforme legislação vigente aplicável ~~no caso de eventual falência ou insolvência da entidade, bem como no caso em que esta venha a sofrer regime de resolução decretado pelo Banco Central do Brasil;~~ e”

e) Cálculo do valor nocional agregado médio

Com relação ao cálculo do valor nocional agregado médio, sugerimos que fique mais claro que a média deve ser calculada considerando todos os dias úteis dos três meses citados, uma vez que pela redação proposta, pode-se entender que apenas devem-se considerar os últimos dias úteis dos três meses:

“Art. 3, § 3º O valor nocional agregado médio de que tratam os incisos I e II do caput deve ser apurado a cada ano e corresponde à média dos valores diários verificados ~~no último dia útil dos~~ nos dias úteis dos meses de março, abril e maio, observando-se a posição individual e a do grupo operacional, conforme o caso.”

Na sequência, apresentamos um ajuste de redação para esclarecer que a apuração a que se refere o § 4º, art. 3º se trata das entidades integrantes do mesmo grupo operacional:

“Art. 3, § 4º Na apuração do valor nocional agregado médio do grupo operacional, as operações com derivativos realizadas entre entidades integrantes do mesmo grupo operacional devem ser contabilizadas uma única vez.”

Por fim, entendemos ser importante reforçar, na redação do § 5º do art. 3º, que o cálculo do valor nocional agregado médio será de responsabilidade de cada instituição coberta e contraparte coberta, cabendo às instituições financeiras, no que diz respeito aos cálculos das contrapartes cobertas, apenas a documentação das declarações correlatas, nos termos do art. 19. Assim, apresentamos a seguinte sugestão de redação para o referido dispositivo:

“§ 5º Cabe à instituição coberta documentar a apuração de que trata o § 3º, com relação às suas operações e às operações de seu grupo operacional, nos termos do caput, inciso I.”

f) Disposições transitórias

Sugerimos o seguinte ajuste no art. 21 para esclarecer que o dispositivo trata apenas das operações cobertas:

“Art. 21. Estão isentas do requerimento de que trata esta Resolução as operações cobertas realizadas até 31 de agosto de 2018.”

Adicionalmente, sugerimos alterar o art. 22 e seus incisos para dispor sobre a aplicação dos requerimentos de troca de margem inicial, em vez de dispor sobre a exceção deles, com objetivo de deixar essa disposição mais clara:



“Art. 22. ~~Estão isentas do~~ O requerimento de troca de margem inicial de que trata o Capítulo IV será aplicável a partir das seguintes datas ~~operações nas quais ao menos uma das partes tenha valor nominal agregado médio calculado nos termos do art. 3º, inferior a:~~

I - 31 de agosto de 2018, para operações cobertas nas quais ambas as partes tenha valor nominal agregado médio calculado nos termos do art. 3º superior a R\$5 trilhões ~~para operações realizadas entre 1º de setembro de 2018 e 31 de agosto de 2019; e~~

II - 31 de agosto de 2019 para operações cobertas nas quais ambas as partes tenha valor nominal agregado médio calculado nos termos do art. 3º superior a R\$2,25 trilhões, ~~para operações realizadas entre 1º de setembro de 2019 e 31 de agosto de 2020; e~~

III - 31 de agosto de 2020 para as demais operações cobertas envolvendo instituições e contrapartes cobertas;”

g) Demais ajustes de redação

Sugerimos o seguinte ajuste na alínea “a”, inciso II, do art. 3º, com o objetivo de esclarecer que, para fins de contraparte coberta, tratam-se de instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, e não necessariamente da instituição coberta em si, caso contrário o limiar de R\$25 bilhões de reais se aplicaria duas vezes:

“a) as instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil ~~cobertas, conforme disposto no inciso I do caput~~”

A sugestão de ajuste apresentada a seguir se refere ao § 2º do art. 3º, com o intuito de esclarecer que se trata da contraparte coberta que não é uma instituição coberta, tendo em vista que a definição de grupo operacional para instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil é diferente:

“§ 2º O grupo operacional da contraparte coberta que não seja instituição autorizada funcionar pelo Banco Central do Brasil e ao qual se refere ~~de que trata~~ o inciso II do caput é constituído:”

Com relação ao inciso II do parágrafo único do art. 4º sugerimos o seguinte ajuste, para indicar que a classificação externa de risco para os governos centrais de países estrangeiros e respectivos bancos centrais refere-se à classificação de emissão:

“II - a que corresponde ao grau de risco mais elevado, quando houver mais de uma classificação de emissão disponível.”

Sugerimos substituir o termo “colateral” por “margem” no art. 14:

“Art. 14. As instituições cobertas ficam dispensadas das atualizações de que tratam os arts. 9º e 13, quando o valor adicional da margem de garantia a ser coletada ou depositada com uma mesma contraparte, desde a última troca de margem ~~colaterais~~, for inferior a R\$1,5 milhão”.



Ajuste nos incisos II e IV do § 1º do art. 20 e no §2º:

“II - os procedimentos para a constituição das ~~coleta e depósito dos instrumentos financeiros que comporão as~~ margens de garantia;”

“IV - os procedimentos para a resolução de disputas referentes à avaliação das margens de garantia inicial e de variação ou dos valores dos instrumentos ~~financeiros~~ e ativos que as comporão.”

“§2º - O contrato mencionado no caput deve descrever os eventos que possibilitarão a cada uma das partes do contrato executar as respectivas garantias ~~apropriar dos instrumentos financeiros coletados em garantia e liquidá-los em seu benefício.~~”

Ajuste nos incisos II e III do art. 24:

“II - os instrumentos financeiros e ativos elegíveis como ~~colateral~~ garantia para troca de margens bilaterais; e”

“III - os fatores de ajuste padronizado para cada ~~colateral~~ instrumento ou ativo utilizado como garantia para troca de margem bilateral.”

Aproveitamos mais uma vez para agradecer a oportunidade de contribuir com os processos de consulta pública do Banco Central e renovamos os nossos votos de elevada estima e consideração. Permanecemos à disposição desta autarquia para esclarecimentos e para nos aprofundarmos em qualquer item aqui tratado.

Atenciosamente,
ORIGINAL ASSINADO POR

Eric Altafim
Presidente do Comitê de Produtos de Tesouraria da
ANBIMA

