



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

Ofício nº 78/2024/CVM/SIN/GIFI

Rio de Janeiro, 11 de junho de 2024.

Ao Senhor

Pedro Hermes da Fonseca Rudge  
Vice-presidente da ANBIMA e Presidente do Fórum de Gestão de Fundos Mútuos  
pedro.rudge@leblonequities.com.br

Assunto: **Resposta à consulta formulada. Processo Administrativo CVM nº 19957.012527/2023-19.**

Senhor,

1. Faço referência à consulta formulada pela Anbima a respeito do entendimento da SIN sobre a possibilidade de contratação de derivativos de crédito por fundos de investimento, tendo em vista a publicação da Resolução CMN 5.070 de 20/04/2023.
2. No âmbito da referida consulta foram realizados 6 questionamentos, abaixo transcritos, seguidos dos comentários desta Superintendência.

***“1. Os derivativos de crédito são passíveis de enquadramento na definição de ativos financeiros, na alínea genericamente destinada a “contratos derivativos”? Entendemos e queremos confirmar que não há necessidade de alteração normativa para que as operações possam ser realizadas por fundos regidos pela Instrução CVM 555 atualmente, e, em breve, pelo Anexo I da Res. CVM 175.”***

3. Os derivativos de crédito são passíveis de enquadramento da definição de ativos financeiros genericamente destinada a “contratos derivativos”, não sendo necessária alteração na Resolução CVM n. 175.

***“2. De modo geral, os derivativos de crédito devem seguir as condições, limites e modalidades a que a regulamentação faz referência para o caso de derivativos (ICVM 555 atualmente, e, em***

**breve, pelo Anexo I da Res. CVM 175)? Há alguma questão a ser considerada na aplicação das regras de derivativos na regulamentação de fundos para derivativos de crédito?”**

4. Os derivativos de crédito devem seguir os limites e modalidades aplicáveis aos demais derivativos. Assim, os artigos que versam sobre os instrumentos derivativos devem ser considerados para adequação dos derivativos de crédito à regulamentação de fundos de investimentos.

**“3. Com relação ao art. 102, §4 da ICVM 555 e o art. 44, §4 do Anexo I da Res. CVM 175, que estabelecem o cômputo das posições em contratos derivativos cumulativamente em relação ao emissor do ativo subjacente e à contraparte, quando se tratar de derivativos sem garantia de liquidação por câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação autorizados a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM, parece-nos que há alguns cenários de operações de derivativos de crédito em que o cômputo cumulativo não seria adequado ao racional econômico da operação.”**

5. Primeiramente, ressaltamos que, na interpretação do artigo 5º da Resolução CMN nº 5.070 de 20/4/2023, entendemos caber a possibilidade de um fundo de investimento atuar tanto como contraparte transferidora quanto receptora de risco.
6. Isso porque o dispositivo pretendeu apenas regular quem seriam as instituições aptas a recepcionar por transferência os riscos das entidades disciplinadas pela Resolução, sem que, assim, tenha por escopo delimitar a atuação de fundos de investimento, o que cabe à CVM, e que, assim, é possível em qualquer ponta, desde que respeitados os limites de elegibilidade, exposição, diversificação e enquadramento já previstos na Resolução CVM 175 para derivativos.
7. Feito este esclarecimento, passamos a comentar os exemplos trazidos na consulta, partindo do pressuposto que um fundo pode atuar tanto como receptor de risco como transferidor de risco.
8. Exemplo “a” - Assumindo que seja possível um fundo de investimento atuar na contraparte transferidora de risco, na parte receptora de risco e ainda possuindo o ativo subjacente, entendemos coerente computar, no limite por emissor, somente o valor líquido dos ativos. Ou seja, caso uma classe seja a contraparte transferidora de risco, o limite por emissor deve considerar o valor do ativo, menos o valor protegido. A este valor deve ser acrescido a exposição à contraparte no caso de derivativos sem garantia.
9. Exemplo “b” - Também entendemos ser possível, em tese, uma classe ter exposição negativa em um emissor específico ou total, caso o valor de compra de proteção supere o valor que a classe possui de ativos.
10. Exemplo “c” - Seguimos o entendimento expresso na consulta de que caso uma classe de cotas seja a contraparte receptora do risco (provedora da proteção), ela deve computar a exposição ao emissor do ativo subjacente (entidade de referência). Já com relação à contraparte transferidora do risco (compradora da proteção), a classe somente teria que computar no limite por emissor o valor de eventuais prêmios ainda não pagos pela contraparte para a contratação da operação. Isto se aplica caso a operação não conte com garantia de liquidação por prestadores autorizados pelo Banco Central. Caso haja este tipo de garantia, não é necessário computar os valores devidos pela contraparte no limite por emissor.
11. Exemplo “d” - A Resolução CMN nº 5.070 permite a especificação de índices de crédito, índices de ativos, cestas ou carteiras de referência, que passam a ser as entidades e obrigações de referência do derivativo de crédito. De fato, nestes casos, não há que se falar em computar cada um dos ativos que compõem o

índice, cesta ou carteira de referência no cálculo do limite por emissor, restando prejudicado o disposto no inciso I do parágrafo 4º, do artigo 44 da Resolução 175.

12. No entanto, raciocínio diferente se aplica ao inciso II, caso o derivativo não conte com garantia de liquidação por instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Neste caso, a contraparte da operação se equipara ao emissor para cômputo dos limites do artigo 44 e o valor da operação deve ser considerado no cálculo dos limites de concentração por emissor. Assim, a título de exemplo, se uma classe realiza um Swap de Crédito, tendo como contraparte uma instituição financeira, o valor desta operação deve ser computado dentro do limite estabelecido no inciso I do artigo 44 (20% para emissor instituição financeira).
13. Exemplo “e” – Por ser uma modalidade de investimento ainda pouco explorada no mercado brasileiro, concordo que pode haver situações não previstas nos exemplos acima e que podem ensejar novas interpretações. No entanto como regra geral, salvo o já analisado no presente parecer, o disposto no art. 44, §4 do Anexo I da Res. CVM 175 deve ser respeitado para os derivativos de crédito. Assim, a “avaliação criteriosa pelo gestor”, pode ocorrer, desde que respeitada a regulamentação.

***“4. Os FIF regidos pelo Anexo I da Res. CVM 175 (atualmente ICVM 555) podem contratar CDS ou TRS na ponta transferidora, sem deter o ativo correspondente, especialmente no caso de o derivativo ter liquidação financeira? Nesse caso, como deveria ser o cômputo de limites por emissor descrito anteriormente (item 3, “a” acima)? Acreditamos que seria adequado o fundo computar no limite por emissor somente as obrigações da contraparte dos derivativos de crédito que não contem com garantia de liquidação por câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação autorizados a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.”***

14. Inicialmente, destacamos a ressalva feita nos itens 5 e 6 acerca da possibilidade de o fundo atuar como transferidor de risco. Dito isso, admitindo que seja possível um fundo de investimento atuar na contraparte transferidora de risco, não vislumbro óbice no fato de uma classe não possuir o ativo subjacente. Neste caso, a classe teria uma exposição negativa ao emissor do ativo subjacente. Desta forma, acredito fazer sentido, conforme sugerido na consulta, computar no limite por emissor somente as obrigações da contraparte dos derivativos de crédito sem garantia. A posição do derivativo deve ser considerada também em relação ao ativo subjacente.

***“5. De modo geral, quais operações de derivativos de crédito seriam permitidas para fundos de investimento, cuja regulamentação ou regulamento preveem que o fundo possa utilizar derivativos somente para proteção da carteira (hedge), na ponta compradora ou provedora de proteção?”***

15. Caso uma classe de cotas possa utilizar derivativos somente para proteção da carteira (hedge), somente seria possível utilizar os derivativos de crédito em uma situação. Quando a classe possui o ativo subjacente e realiza uma operação de derivativo de crédito na ponta transferidora de risco, comprando proteção para possível evento de crédito de um ativo que possui em carteira.
16. As demais situações não se enquadram como proteção de carteira.

**“6. Da mesma forma que em operações de derivativos em geral, presumimos que, também no caso de derivativos de crédito, em se tratando de derivativos com liquidação financeira, os FIF podem realizar derivativos de crédito, na posição de contraparte transferidora ou receptora do risco, assumindo, no último caso, exposição com relação a ativos subjacentes (obrigações de referência) que não estejam previstos no rol de ativos financeiros previsto na ICVM 555/Anexo I da Res. CVM 175.”**

17. Entendemos que não há razão para tratar diferentemente os derivativos de crédito neste aspecto. Desta forma, no caso de derivativos de crédito com liquidação financeira a posição receptora de risco pode ter exposição a ativos subjacentes não previstos no rol de ativos financeiros da Resolução 175.
18. Importante salientar que a Resolução CMN 5.070 define as características mínimas para caracterização de um instrumento financeiro como derivativo de crédito, quais sejam: a) o seu valor de mercado se altera em função da variação do risco de crédito associado a uma ou mais entidades de referência; b) o risco de crédito da(s) entidade(s) de referência é transferido entre as contrapartes, mediante a contratação de proteção, sem a transferência física ou contábil das respectivas obrigações de referência na data da realização da operação; c) o investimento líquido inicial é inferior ao valor do contrato; e d) a liquidação é realizada em data futura;
19. Nada mais tendo a tratar, comunicamos o arquivamento do processo CVM nº 19957.012527/2023-19.

Atenciosamente,

Marco Antonio Velloso de Sousa

Superintendente de Supervisão de Investidores Institucionais – SIN



Documento assinado eletronicamente por **Marco Antonio Velloso de Sousa, Superintendente**, em 13/06/2024, às 09:43, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **2061585** e o código CRC **D997C9AB**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **2061585** and the "Código CRC" **D997C9AB**.*