

1. DOCTRINA NACIONAL

1.6

ASPECTOS JURÍDICOS DOS DERIVATIVOS DE CRÉDITO NO BRASIL

SERGIO MYCHKIS GOLDSTEIN

SUMÁRIO: 1. Introdução – 2. Derivativos de crédito no Brasil – 3. Modalidades de derivativos de crédito no Brasil – 4. Eventos de risco de crédito – 5. Operações vedadas e transparência – 6. Conclusão.

1. Introdução

De acordo com o estudo do Banco Central do Brasil “Economia bancária e crédito”¹ as elevadas taxas de juros praticadas pelas instituições financeiras nacionais e a grande diferença entre o custo de captação e o custo da concessão de créditos decorrem, entre outras causas, do alto índice de inadimplência nos empréstimos e da dificuldade de recuperar os valores mutuados tendo em vista a morosidade da justiça brasileira e a deficiente legislação nacional. Assim sendo, reformas microeconômicas, como a alteração na Lei de Falências, são imprescindíveis. Além disso, alterações pontuais na regulamentação do Sistema Financeiro Nacional podem contribuir. Com o objetivo de aumentar a liquidez do crédito na economia nacional, reduzindo o risco do credor que passa a ter um novo instrumento para se proteger de riscos creditícios, e, desta forma, diminuir os juros praticados no mercado financeiro, o Conselho Monetário Nacional (CMN), através da Resolução 2.933, de 28.01.2002 (Resolução 2.933), autorizou a realização pelas instituições financeiras nacionais de operações de derivativos de crédito.

O derivativo de crédito é um instrumento mitigador do risco creditício. Operações de derivativos de crédito são estruturas que permitem a negociação de riscos de crédito sem a transferência dos ativos que geram tais riscos. Através das operações de derivativos de crédito, instituições financeiras podem adquirir riscos assumidos por empresas no curso de suas operações, sem que tais agentes tenham que ceder ou transferir para as instituições financeiras assuntoras do risco os ativos representativos destes créditos, como ocorre, por

(1) “Economia bancária e crédito – Avaliação de 4 anos do projeto Juros e Crédito Bancário”, Banco Central do Brasil, <http://www.bcb.gov.br/ftp/rei_economia_bancaria_credito.pdf>, acessado em 01.06.2004.

exemplo, nas operações de desconto de títulos. Ou seja, empresas carregando riscos de crédito no seu balanço podem adquirir proteção junto a instituições financeiras contra a eventual inadimplência de seus devedores. Em contrapartida ao risco assumido, o agente que transfere o risco de crédito paga uma taxa de remuneração pela proteção adquirida. Por se tratar de um instrumento que permite a transferência de riscos para terceiros contra o pagamento de uma remuneração pela assunção de tais riscos, o derivativo de crédito assemelha-se ao seguro de crédito, possuindo, entretanto, algumas diferenças relevantes comentadas abaixo.

2. Derivativos de crédito no Brasil

Os derivativos de crédito no Brasil, na forma da regulamentação nacional, além de permitir a transferência de riscos detidos por empresas e investidores para instituições financeiras participantes do Sistema Financeiro Nacional, permitem ainda que tais instituições troquem, entre si, riscos de crédito. Estas transferências de risco também não implicam na cessão do ativo cujo risco de crédito foi negociado. Ou seja, os derivativos de crédito permitem a aquisição de proteção contra riscos creditícios, isto é, a transferência de riscos para terceiros, sem que tais terceiros adquirentes do risco se tornem, necessariamente, os detentores do ativo que gera o risco de crédito que foi negociado. Através dos derivativos de crédito as instituições financeiras podem adquirir proteção contra riscos de crédito indesejados diminuindo sua exposição a determinada indústria. Além disso, os derivativos permitem a diversificação de riscos através da aquisição de créditos específicos vinculados a determinados segmentos permitindo assim uma melhor distribuição de riscos.

Atendidos alguns pressupostos legais, a instituição financeira que transfere o risco de crédito e, portanto, adquire proteção contra um determinado risco, pode considerar que deixou de "carregar" tal risco nas suas operações ativas, eliminando ou reduzindo o risco daquele ativo na sua contabilidade e abrindo assim espaço para a concessão de novos créditos. Trata-se de uma característica importante dos derivativos de crédito que, desta forma, aumentam a quantidade de crédito disponível na economia ajudando a reduzir os juros cobrados no mercado financeiro.

Para compreender o funcionamento dos derivativos de crédito é necessário entender, inicialmente, os instrumentos derivativos em geral. Conforme definição do Banco Central do Brasil na Circular 3.082, de 30.01.2002, "entende-se por instrumentos financeiros derivativos aqueles cujo valor varia em decorrência de mudanças em taxa de juros, preço de título ou valor mobiliário, preço de mercadoria, taxa de câmbio, índice de bolsa de valores, índice de preço, índice ou classificação de crédito, ou qualquer outra variável similar específica, cujo investimento inicial seja inexistente ou pequeno em relação ao valor do contrato, e que sejam liquidados em data futura". Ou seja, contrato derivativo é, essencialmente, aquele cujo valor deriva do preço de algum ativo. Um exemplo faci-

lita a compreensão.² Imagine um produtor de laranjas que tem a expectativa de colher 100 caixas de laranja na próxima safra. O produtor calcula que o custo que irá incorrer com o pomar para obter tais 100 caixas será de \$80. O produtor verifica então que o valor de mercado de cada caixa é hoje igual a \$1, de forma que, pelas 100 caixas, calcula que irá receber \$100 lucrando \$20 (\$100 recebido pelas caixas menos \$80 de custo da produção). Entretanto, ainda não está na época da colheita e o preço da laranja pode flutuar até lá, reduzindo o lucro do produtor ou até mesmo causando prejuízo. Uma das opções para o produtor garantir o lucro de \$20 é através de uma operação no mercado futuro de laranja. Neste mercado o produtor irá firmar um contrato se obrigando a entregar 100 caixas de laranja no dia X e a contraparte no contrato irá se obrigar a pagar \$100 no mesmo dia X. No dia da contratação da operação nenhum valor é desembolsado. A entrega das 100 caixas de laranja e o pagamento do valor acordado ocorrerão somente no dia X, que é a data de liquidação da transação. Este contrato é um contrato derivativo. O seu valor deriva do preço da laranja, o investimento inicial é nulo e as obrigações serão liquidadas em data futura. Imagine se um dia antes do dia X o preço da caixa de laranja for \$2. Nesta hipótese, o produtor terá deixado de ganhar \$100, pois está entregando 100 caixas cujo valor de mercado é \$200 recebendo apenas \$100, conforme previamente ajustado. Para o comprador da laranja, obviamente, o contrato está proporcionando um lucro de \$100. Caso o comprador queira ceder o contrato futuro para outro agente um dia antes do dia X com a caixa de laranja valendo \$2, o preço que o novo agente terá que desembolsar será ligeiramente inferior a \$100,³ pois o contrato firmado com o produtor de laranja tem um lucro intrínseco próximo de \$100 para o comprador, uma vez que o preço da laranja dobrou e tal comprador está pagando o preço antigo. Caso o preço da laranja caia para \$0,80 a caixa, o contrato representará um prejuízo de \$20 para o comprador. Neste caso, se o comprador desejar ceder as suas obrigações no contrato será obrigado a desembolsar, aproximadamente, \$20 de forma a compensar algum outro agente para assumir a desfavorável obrigação de comprar 100 caixas de laranjas por \$1 a caixa quando no mercado o valor de cada caixa é \$0,80. Através deste exemplo fica claro que o valor deste contrato deriva, diretamente, do preço da laranja, logo, é um contrato derivativo.

No caso dos derivativos de crédito as partes estão negociando riscos de crédito. Uma das partes está transferindo o risco de crédito, ou seja, adquirindo proteção contra um possível evento de deterioração de crédito (inadimplência de um determinado agente por exemplo), e a contraparte no contrato está assumindo tal risco de crédito, vendendo a proteção e recebendo uma remuneração pela assunção dos riscos. No caso dos derivativos de crédito o preço do contrato deriva da maior ou menor probabilidade de risco de insolvência do devedor do ativo cujo risco foi transacionado.

(2) Neste exemplo está sendo desconsiderado o custo de carregamento da operação.

(3) O valor é ligeiramente inferior a \$100 tendo em vista os juros de 1 dia.

Imagine, por exemplo, um derivativo de crédito envolvendo a Parmalat. Um determinado banco que tem um contrato de empréstimo para a Parmalat decide se proteger do risco de crédito da empresa italiana através de um derivativo de crédito. O banco deseja então comprar proteção de crédito no mercado contra um possível evento que venha a causar uma deterioração do risco de crédito da Parmalat. No mercado podem existir instituições financeiras dispostas a correr este risco desde que devidamente remuneradas. Ao encontrar tal contraparte disposta a receber o risco e concluída a negociação as partes celebram um contrato de derivativo de crédito. Neste contrato a contraparte receptora do risco de crédito da Parmalat, vendedora da proteção, recebe um pagamento pela assunção do risco (semelhante ao prêmio nos contratos de seguro) e tem a obrigação de pagar o valor da proteção adquirida pelo banco na hipótese de ocorrer qualquer dos eventos de deterioração de crédito da empresa italiana descritos no contrato derivativo. O valor deste contrato deriva, diretamente, da percepção pelo mercado financeiro do risco de crédito da Parmalat. Caso a parte assuntora do risco de inadimplência da Parmalat, vendedora de proteção, desejasse ceder a sua obrigação de proteger o banco para outro agente logo após as notícias na imprensa sobre o escândalo financeiro da empresa de laticínios, o preço que qualquer cessionário iria cobrar para assumir tal desconfortável posição seria altíssimo, uma vez que a possibilidade de inadimplência neste momento teria aumentado em vista da situação narrada pela imprensa. É o mesmo que uma seguradora deseja transferir as suas obrigações em uma apólice de seguro quando o sinistro é eminente. A mudança do valor do contrato flutua então de acordo com a apreciação do risco da Parmalat pelo mercado. Desta forma, fica claro que, nos derivativos de crédito, o valor do contrato deriva, diretamente, do risco de crédito do devedor da obrigação cujo risco foi transacionado.⁴

As instituições financeiras nacionais e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil foram facultadas a realizar operações de derivativos de crédito através da Resolução 2.933. Nas palavras do Conselho Monetário Nacional: "derivativos de crédito são contratos onde as partes negociam o risco de crédito das operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações".⁵ Ativo subjacente é definido na própria Resolução como: "créditos decorrentes de operações de

(4) Questão interessante e atual no mercado financeiro internacional é o papel das agências classificadoras de risco ("rating agencies") em um mercado que precifica diariamente os riscos de crédito das empresas e de alguns países através de derivativos de crédito. Tendo em vista que, atualmente, no mercado internacional existe uma grande quantidade de derivativos de crédito refletindo o risco creditício de várias empresas e países, na opinião de alguns, em alguns anos não será mais necessária a avaliação do risco de crédito por entidades classificadoras de risco, bastando acompanhar os preços dos derivativos de crédito no mercado financeiro para se apreciar o risco de crédito de empresas e países.

(5) Resolução do Conselho Monetário Nacional 2.933, art. 1.º, § 3.º, I.

empréstimo, financiamento ou de arrendamento mercantil, títulos de crédito, valores mobiliários, fianças, avais, derivativos de crédito e outros instrumentos e contratos financeiros ou comerciais sujeitos a riscos de crédito negociados e praticados no mercado doméstico”.

A oportunidade de realizar operações de derivativos de crédito é extremamente relevante para as instituições financeiras e para a economia nacional. Os derivativos de crédito representam um novo instrumento de transferência de riscos de crédito no Brasil. Conforme já observado, a possibilidade de transferir riscos aumenta a liquidez do crédito na economia tornando o crédito mais barato, sendo certo que a redução dos juros no país é fundamental para o tão almejado crescimento econômico sustentado.

Um derivativo de crédito simples tem basicamente duas partes envolvidas: o agente que deseja transferir o risco de crédito de um determinado devedor, adquirindo proteção contra a eventual inadimplência deste devedor; e o agente que deseja assumir o risco de crédito, vendendo proteção contra a eventual inadimplência do devedor e recebendo uma comissão financeira para tanto. O transferidor do risco é chamado de contraparte transferidora do risco de crédito, uma vez que tal contraparte está transferindo o seu risco para um terceiro. Este terceiro, disposto a correr o risco do devedor, é chamado de contraparte receptora do risco de crédito, uma vez que está recebendo, assumindo, tal risco. As partes deverão então negociar quais são as hipóteses nas quais a proteção adquirida pela contraparte transferidora do risco será paga. Tais hipóteses são chamadas de eventos de deterioração de risco de crédito (concordata/falência do devedor do ativo subjacente, não pagamento do ativo subjacente etc.). Os eventos de deterioração de crédito para ensejar o pagamento da proteção deverão incidir sobre um determinado crédito chamado de ativo subjacente. O ativo subjacente é semelhante ao bem segurado nos contratos de seguro. O valor da proteção a ser paga será a diferença entre o valor de face do ativo subjacente e o valor deste ativo após o evento de deterioração de crédito. Um exemplo facilita. Imagine um derivativo de crédito negociando, novamente, o risco Parmalat. O ativo subjacente pode ser uma debênture da Parmalat e um dos eventos de deterioração de crédito a impetração de concordata da empresa italiana. Neste caso, na data de impetração da concordata a contraparte transferidora do risco, que adquiriu proteção contra a insolvência da Parmalat na debênture, deixa de ter a obrigação de pagar a comissão de proteção. Nesta mesma data a contraparte receptora do risco passa a ter a obrigação de pagar o valor da proteção adquirida, uma vez que um dos eventos de deterioração de crédito, a concordata, materializou-se e com isto a debênture, que é o ativo subjacente, provavelmente desvalorizou-se sensivelmente. Desta forma, a contraparte receptora do risco de crédito passa a ter a obrigação de pagar a diferença entre o valor de face da debênture, provavelmente \$100, e o valor de mercado da debênture após a concordata, por exemplo, \$20. Assim sendo, a contraparte receptora do risco tem que desembolsar a proteção no valor de \$80 (\$100 do valor integral da debênture menos \$20 do valor de mercado). Outra hipótese, discutida abaixo com mais detalhes, seria de, ao invés de liquidar pela diferença, a contraparte transferidora do risco de crédito

transferiria a debênture valendo \$20 para a contraparte receptora do risco e recebe da contraparte receptora o valor integral da debênture, ou seja, \$100.

Por fornecer proteção contra riscos de inadimplência o derivativo de crédito é parecido com outras formas de garantias em geral, especialmente a fiança, o aval e o seguro de crédito. A principal diferença entre o derivativo de crédito e outras formas de garantia é o fato de o derivativo de crédito ser um contrato que não envolve, necessariamente, o terceiro cujo crédito está sendo negociado podendo ser totalmente independente. Isto significa que a parte receptora do risco de crédito, ou seja, a parte que assumiu o risco de crédito do devedor e recebe um pagamento por tal assunção, não tem, necessariamente, nenhuma relação com o devedor cujo risco está assumindo e nem terá, mesmo que tal devedor se torne inadimplente. No caso de inadimplência é possível que a parte receptora do risco de crédito seja obrigada a pagar à parte transferidora do risco de crédito e não tenha, nos termos do contrato de derivativo de crédito, nenhum direito de regresso contra o devedor inadimplente. A Circular 3.106 de 10.04.2002 ("Circular 3.106") do Banco Central do Brasil, que regulamenta a Resolução 2.933, em seu art. 3.º, § 1.º, I, dispõe expressamente sobre as operações de derivativos de crédito sem sub-rogação do risco negociado. Trata-se da possibilidade de se liquidar o derivativo de crédito pela diferença. No mercado internacional, tal forma de liquidação das operações de derivativo de crédito é conhecida como "cash settlement". Conforme o exemplo acima mencionado, na liquidação pela diferença a parte que vendeu a proteção ao invés de entregar \$100 e receber a Debênture de \$20, simplesmente paga \$80 e liquida a operação. Isto difere da fiança e do aval uma vez que, tanto o fiador quanto o avalista, ficam sub-rogados nos direitos do credor original ao honrar a garantia, conforme determinam, respectivamente, o art. 831 e o art. 899, parágrafo primeiro, ambos do Código Civil. A inexistência de sub-rogação obrigatória é o principal diferencial entre o derivativo de crédito e outras formas de garantia.

Vale ressaltar que nos derivativos de crédito as partes podem, se desejarem, contratar que se aplica a sub-rogação. Ou seja, não se liquida pela diferença. A contraparte transferidora do risco, compradora da proteção, entrega o ativo subjacente, no exemplo acima entrega a debênture da Parmalat (cujo valor de mercado está provavelmente bem reduzido), e recebe o valor de face do ativo subjacente (no caso da Parmalat receberia \$100). Tal forma de liquidação é conhecida no mercado financeiro internacional como "physical settlement". Desta forma, o pagamento da proteção, após a ocorrência do evento de deterioração de crédito, será condicional a efetiva cessão do ativo subjacente pela parte que adquiriu a proteção. Tal sub-rogação será uma sub-rogação convencional, conforme art. 347, I, do CC. Assim sendo, a parte assuntora do risco, após pagar à parte transferidora do risco tendo em vista a ocorrência de algum evento de deterioração de crédito, poderá buscar se ressarcir cobrando do credor inadimplente o valor devido e não pago.

Uma questão interessante é analisar se no sistema legal brasileiro é possível o pagamento da proteção nos derivativos de crédito sem sub-rogação tendo em

vista o disposto no art. 346, III, do CC. Tal artigo dispõe: "Art. 346. A sub-rogação opera-se, de pleno direito, em favor: (...) III – do terceiro interessado que paga a dívida pela qual era ou podia ser obrigado no todo ou em parte". Ou seja, pode a parte receptora do risco de crédito, ainda que o contrato derivativo seja firmado sem a obrigação de transferir o ativo subjacente, isto é, sem a obrigação de sub-rogação de direitos após o pagamento da proteção, exigir do devedor inadimplente, cujo risco foi transacionado, o reembolso do valor da proteção paga? O art. 346 do CC trata da sub-rogação legal, ou seja, sub-rogação imposta por lei, que opera de pleno direito e automaticamente. Não existe nenhuma imposição legal exigindo que o receptor do risco de crédito em um derivativo se sub-rogue nos direitos da contraparte transferidora do risco de crédito, muito pelo contrário, conforme pode ser observado pela leitura do art. 3.º, § 1.º, I, da Circular 3.106.

Diante do acima exposto, fica claro que é possível o pagamento do valor da proteção, na hipótese do evento de deterioração de crédito se materializar, sem que haja a sub-rogação dos direitos detidos pela parte transferidora do risco contra o devedor inadimplente. Isto possibilita a negociação de risco de crédito a descoberto. Esta é uma das principais características dos derivativos de crédito. Tal característica facilita, por exemplo, a aquisição de proteção contra um evento de deterioração de risco de crédito, a transferência do risco, sem que a parte transferidora tenha efetivamente tal risco em seu balanço. Ou seja, por exemplo, é possível um agente transferir o risco de crédito da Parmalat sem ter o risco da empresa italiana na sua contabilidade, isto é, sem ter concedido crédito, sem ter prestado qualquer garantia, ou mesmo sem ter tido qualquer contato comercial com a empresa italiana. Nesta hipótese, o objetivo do agente ao negociar o risco de crédito da Parmalat é auferir lucro no caso desta se tornar inadimplente. Ao negociar o risco da Parmalat sem detê-lo, a parte transferidora do risco de crédito pode, simplesmente, ter o objetivo de lucrar, recebendo o valor da proteção, na ocorrência de algum evento de deterioração de crédito da empresa. Isto não difere, por exemplo, de agentes que participam do mercado futuro de mercadorias na BM&F sem ser produtores de mercadorias e nem mesmo necessitar das mesmas como matéria prima, participando deste mercado apenas para auferir lucro com a flutuação no preço das "commodities" negociadas. Tal participação é legítima, legal e indispensável para a criação de liquidez no mercado. Vale ressaltar que a regulamentação local dos derivativos de crédito restringe a algumas hipóteses a negociação de riscos de crédito não detidos efetivamente pela contraparte transferidora do risco, conforme comentado abaixo.

A possibilidade de se adquirir proteção contra riscos de crédito sem sub-rogação, permite também a um agente que possuir, por exemplo, risco Parmalat no seu ativo, adquirir proteção contra o risco de crédito da empresa italiana sem sub-rogação. Neste caso, se a Parmalat inadimplir, o adquirente da proteção receberá o pagamento da proteção vendida pela contraparte receptora do risco de crédito e ainda terá a possibilidade de cobrar, posteriormente, da própria empresa o valor devido e não pago. Isto é, poderá a contraparte transferidora do

risco de crédito sem sub-rogação do ativo subjacente receber o valor devido em “duplicidade”, sendo uma vez da parte que vendeu a proteção e outra do credor inadimplente (seja no curso de uma falência, concordata ou renegociação extrajudicial da dívida).⁶⁻⁷ Estas duas características dos derivativos de crédito – possibilidade de adquirir a proteção sem possuir o ativo subjacente (ou seja, venda do risco a descoberto) e possibilidade de receber o pagamento da proteção sem sub-rogar o ativo subjacente, ainda que eventualmente detido – deixam claro as diferenças entre derivativos de crédito e as outras formas de garantia.

Tendo em vista as características dos derivativos em geral, principalmente o fato de que, muitas vezes, os contratos derivativos são liquidados pela diferença, uma questão que sempre acompanhou os derivativos em geral é a eventual equiparação destes instrumentos ao jogo e a aposta, logo, não passíveis de cobrança. O novo Código Civil no art. 816 coloca uma pá de cal deitada nesta discussão ao determinar, expressamente, que as disposições sobre jogo e aposta do Código: “não se aplicam aos contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipulem a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem no vencimento do ajuste”. Desta forma, fica totalmente superada a questão. Não existe mais dúvida de que os contratos de derivativos em geral, incluindo, obviamente, os derivativos de crédito, não podem ser equiparados ao jogo e a aposta sendo legítimos contratos financeiros que podem ou não se liquidar pela diferença. A liquidação pela diferença, conforme comentado acima, significa que apenas a parte no contrato de derivativo que tem a obrigação mais onerosa paga a outra, sendo que tal pagamento é a diferença entre a sua obrigação mais onerosa e a obrigação menos onerosa da contraparte. As operações de derivativos de crédito autorizadas pelo Banco Central do Brasil se enquadram perfeitamente na definição legal acima não podendo, portanto, ser questionada a validade dos contratos de derivativos

⁽⁶⁾ Esta hipótese não difere, por exemplo, de um produtor de laranja que opera no mercado futuro dessa *commodity* comprando laranjas. Caso o preço da laranja, na data da liquidação, for superior ao preço anteriormente pago pelo produtor quando da realização do contrato futuro, o produtor terá ganho duas vezes, uma vez pelas laranjas que ele tem em seu pomar por ser fazendeiro, e uma outra vez pelas laranjas adquiridas no mercado futuro em uma operação especulativa. Note que a palavra “especulativa” é ora utilizada sem conotação crítica, lembrando o fundamental papel que os especuladores exercem no mercado financeiro como provedores de liquidez.

⁽⁷⁾ O pagamento em “duplicidade” não pode ser considerado enriquecimento sem causa da contraparte transferidora do risco de crédito, na forma do art. 884 e seguintes do Código Civil, uma vez que a contraparte transferidora do risco pagou para a contraparte receptora do risco de crédito assumir tal risco. Assim, a causa do “enriquecimento” da contraparte transferidora do risco é o próprio contrato de derivativo de crédito e o pagamento da proteção realizado com base em tal contrato, ficando afastada a possibilidade de se alegar enriquecimento sem causa nos derivativos de crédito sem sub-rogação.

de crédito firmados ou excusados quaisquer pagamentos devidos nos termos de tais contratos.

No mercado internacional, grande parte das transações de derivativos de crédito envolvem a aquisição de proteção contra eventos de deterioração de risco de crédito sem que a parte compradora da proteção possua efetivamente tal risco no seu balanço. Conforme mencionado acima, tais aquisições podem ser meramente especulativas, entretanto, podem ser também uma estratégia moderna de administração de riscos. Nesta última categoria estão, por exemplo, as operações de derivativos de crédito nas quais bancos internacionais, que emprestam recursos para empresas e instituições financeiras privadas locais, adquirem proteção contra o risco soberano brasileiro mesmo sem possuir tal risco em seus balanços. Tais bancos adquirem proteção contra o risco de deterioração de crédito brasileiro mesmo sem possuir risco soberano Brasil na sua carteira (isto é, sem deter títulos emitidos pela República do Brasil) por entender que o risco país influi, diretamente, no risco de crédito de seus empréstimos privados locais. No caso de uma moratória ou crise nacional, os bancos estrangeiros terão, provavelmente, dificuldade em receber seus créditos concedidos para as empresas privadas locais. Os derivativos de crédito, através dos quais os bancos adquiriram proteção contra o risco Brasil, irão compensar as perdas eventualmente sofridas nos empréstimos locais. Trata-se de um exemplo para demonstrar que nem sempre o fato de adquirir proteção sem deter efetivamente o ativo subjacente significa tratar-se de uma operação especulativa. O exemplo acima demonstra que a transferência do risco sem detê-lo pode ser uma estratégia de administração de riscos de crédito.

No mercado de derivativos de crédito local a possibilidade de adquirir proteção contra riscos não efetivamente detidos é restrita. O art. 2.º da Resolução 2.933 limita a possibilidade de aquisição de proteção sem deter efetivamente o risco de crédito às hipóteses nas quais o ativo subjacente é regularmente negociado em mercados organizados e cuja formação de preço seja passível de verificação. Apenas ativos subjacentes que possuem estas características podem ser negociados em operações de derivativos de crédito ainda que a parte transferidora do risco de crédito não detenha tais ativos em seu balanço. Desta forma, o CMN restringe as hipóteses nas quais a contraparte transferidora do risco de crédito pode adquirir proteção contra um eventual inadimplemento sem efetivamente deter tal risco. Esta restrição do CMN é justificada uma vez que a formação de preços dos derivativos em geral, e dos derivativos de crédito em particular, continua a ser uma área incipiente. Ao restringir a compra de proteção sem deter o ativo subjacente apenas às hipóteses em que o valor de tal ativo é facilmente auferido no mercado, o CMN impede eventuais manipulações de preços que poderiam prejudicar o mercado de derivativos de crédito no país.

No mesmo art. 2.º da Resolução 2.933 supra referido o CMN determina que a contraparte transferidora do risco de crédito, nas hipóteses em que é necessário deter o ativo subjacente, ou seja, nas hipóteses em que é necessário possuir o risco negociado, deve deixar à disposição do Banco Central registros que atestem a existência de tal risco. É vedada a cessão ou transferência, direta ou indi-

reta, a qualquer título, do ativo subjacente durante o prazo de vigência do contrato de derivativo de crédito a ele referenciado quando se tratar das hipóteses nas quais o risco deve ser detido pela contraparte transferidora do risco. O montante de risco transferido, nas hipóteses de obrigatoriedade da contraparte transferidora do risco deter o ativo subjacente, está limitado ao valor de tal ativo.

Diante de todo o exposto fica claro que o principal diferencial dos derivativos de crédito em comparação a outras formas de garantias é a possibilidade da total independência do contrato de derivativo em relação ao devedor do ativo cujo risco foi negociado, inclusive após a inadimplência de tal devedor. Esta independência é muito interessante para fins comerciais, especialmente para a parte transferidora do risco de crédito, pois possibilita manter um bom relacionamento com o devedor em mora mesmo depois da inadimplência, uma vez que tal inadimplemento não acarreta prejuízo tendo em vista a proteção adquirida pela parte transferidora do risco.

Não obstante as vantagens e oportunidades oferecidas pelos derivativos de crédito, até o momento o mercado financeiro nacional não vem fazendo grande uso deste novo produto. Isto vai de encontro ao enorme desenvolvimento do mercado de derivativos de crédito internacional que vem crescendo a taxas anuais surpreendentes. De acordo com a *International Swap and Derivatives Dealers Association - ISDA*,⁸ uma associação internacional de instituições que operam "swaps" e outros derivativos no mercado de balcão, o valor total de referência de derivativos de crédito em aberto nas instituições que fazem parte da ISDA foi de US\$3.58 trilhões em 2003, representando, aproximadamente, 2,4% do mercado mundial total de derivativos. Trata-se de um número surpreendente e que representa um crescimento bastante acentuado desta modalidade de derivativo em relação aos anos anteriores.

Uma das razões para a fraca utilização dos derivativos de crédito no mercado local é conjuntural. Devido à baixa quantidade de crédito disponível na economia do país, um instrumento mitigador de risco de crédito tem dificuldades em prosperar. De qualquer forma, alterações nas regras dos derivativos de crédito poderiam ajudar a incrementar a utilização destes instrumentos no Brasil. O fato de o CMN ter restrito na Resolução 2.933 as instituições que podem assumir o risco de crédito, ou seja, vender proteção, prejudica o desenvolvimento local deste mercado. Conforme disposto no parágrafo primeiro do art. 1.º da Resolução 2.933 estão autorizados a atuar na qualidade de contraparte receptora do risco de crédito apenas os bancos múltiplos, a Caixa Econômica Federal, os bancos comerciais, os bancos de investimento, as sociedades de crédito imobiliário e as sociedades de arrendamento mercantil. É fundamental para o desenvolvimento do mercado de derivativos de crédito local que investidores institucionais possam atuar como contrapartes receptoras do risco de crédito atuando como vendedores de proteção nos contratos de derivativos de crédito.

(8) "ISDA 2003 Year End Market Survey Results", 01.04.2004.

Os investidores institucionais possuem em geral a sofisticação e competência necessária para operar no mercado de derivativos de crédito, inclusive como contrapartes receptoras do risco de crédito. Atualmente, investidores institucionais estão autorizados a operar em praticamente todos os mercados financeiros, inclusive nos mais sofisticados como os mercados futuro e de opções, ficando assim patente a sofisticação destes agentes. Ressalta-se ainda que os investidores institucionais são participantes ativos do mercado de títulos e de ações, demonstrando a competência destes agentes para analisar riscos de crédito e performance de empresas. Além disso, os investidores institucionais são ativamente supervisionados pela Comissão de Valores Mobiliários, Superintendência de Seguros Privados e Banco Central do Brasil. Desta forma, existe supervisão suficiente para garantir que os derivativos de crédito serão utilizados por estes agentes de forma legítima, representando mais uma opção de aplicação com os riscos e benefícios inerentes a qualquer tipo de investimento. Ressalta-se que no mercado internacional a participação de seguradoras e de fundos de investimento é fundamental para a liquidez do mercado de derivativos de crédito. De acordo com um estudo da agência de classificação de risco FitchRatings⁹ no agregado entre compra e venda de risco de crédito no mercado de derivativos internacional, as seguradoras se destacam como as maiores contrapartes receptoras do risco de crédito. Por outro lado, segundo a FitchRatings, os bancos são em geral os grandes compradores de proteção, ou seja, contrapartes transferidoras do risco de crédito, tendo transferido, aproximadamente, US\$ 229 bilhões de dólares para fora do sistema financeiro internacional. Neste mesmo estudo, a FitchRatings conclui que o crescimento do mercado de derivativos de crédito aumentou significativamente a liquidez do mercado secundário de crédito e permitiu a eficiente transferência do risco de crédito para outros setores que não possuem a habilidade de originar créditos. Isto é, possibilitou a migração de riscos de créditos para fora do sistema financeiro permitindo que não financeiras assumam riscos de créditos relativos a empréstimos, dispersando os riscos entre vários agentes e reduzindo o risco no sistema financeiro internacional.

Diante do exposto, tendo em vista a sofisticação dos investidores institucionais, a competência destes agentes para analisar riscos de crédito, atividade rotineiramente exercida pelos mesmos, a positiva experiência internacional, bem como devido à intensa supervisão a que estão sujeitos estes agentes, seria extremamente interessante para o desenvolvimento do mercado de derivativos de crédito no Brasil que o Conselho Monetário Nacional autorizasse investidores institucionais, principalmente seguradoras, a figurar como contrapartes receptoras do risco de crédito nas operações de derivativos, autorizando que tais investidores assumam riscos de crédito, observando, obviamente, todos os limites de exposição de risco e aplicando-se a devida e indispensável transparência aos negócios firmados.

⁹⁾ "Global Credit Derivatives: A Qualified Success", FitchRatings Special Report, 24.09.2003.

3. Modalidades de derivativos de crédito no Brasil

Através da Circular 3.106 o Banco Central do Brasil estabeleceu que as instituições financeiras nacionais podem realizar duas modalidades de operações de derivativos de crédito: o "swap" de crédito e o "swap" de taxa de retorno total. Nos termos do art. 2.º da Circular 3.106: "operações de 'swap' são aquelas realizadas entre a contraparte transferidora e a contraparte receptora do risco de crédito para liquidação em data futura, que impliquem, quando da ocorrência de um ou mais eventos de deterioração de crédito, na recomposição, total ou parcial do valor de referência estabelecido no contrato em favor da contraparte transferidora do risco". A palavra "swap" significa troca, permuta. Nele os agentes participantes do contrato trocam obrigações que, na data de assinatura do contrato, têm os mesmos valores e, quando da liquidação do contrato, têm valores distintos, uma vez que o valor das obrigações flutua de forma diversa no tempo. Assim, na data da liquidação, cada contraparte tem uma obrigação com a outra, sendo que as partes podem optar por liquidar pela diferença as suas obrigações.

"Swap" de crédito é quando a contraparte receptora do risco é remunerada com base em uma taxa de proteção pré-determinada pelas partes contratantes, ou seja, uma margem previamente ajustada. "Swap" de taxa de retorno total é quando a contraparte receptora do risco é remunerada com base no fluxo de recebimento de encargos e de contraprestações vinculados ao ativo subjacente, ou seja, é uma operação na qual a contraparte receptora do risco de crédito recebe, em contraprestação ao risco assumido, uma parte dos juros e encargos pagos pelo devedor do ativo subjacente.

Através do "swap" de crédito a contraparte transferidora do risco, ou seja, a parte que adquire a proteção contra a inadimplência, paga uma taxa pré-acordada para adquirir tal proteção. A taxa de proteção pode ser desembolsada à vista, quando da assinatura do contrato de derivativo, ou periodicamente (mensal, semestral ou anual). Esta taxa é a contraprestação que a parte transferidora do risco de crédito paga pela proteção adquirida contra quaisquer eventos de deterioração de crédito do devedor do ativo subjacente. Os eventos de crédito deverão ser detalhados no contrato de derivativo e incluem, por exemplo: a decretação da falência, concordata ou liquidação dos devedores do ativo subjacente, o inadimplemento de algum pagamento relativo ao ativo subjacente, a moratória do devedor do ativo subjacente, a redução significativa do "rating" de crédito do devedor conforme apurado por agências classificadoras de risco, entre outros.

Um outro exemplo simples facilita a compreensão do "swap" de crédito. Imagine que a empresa V ("V" de vendedora) vendeu uma máquina empacotadora de leite para a Parmalat e tenha a receber da empresa italiana a prazo um crédito de \$10. Caso queira receber o pagamento antecipado a empresa V pode tentar ceder o seu crédito no mercado para receber o valor à vista com desconto. Entretanto, caso a empresa V não queira ceder a dívida (seja por

razões comerciais, seja devido ao fato do contrato firmado entre a empresa V e a Parmalat impedir tal cessão¹⁰) a empresa V poderá, através de um derivativo de crédito, transferir o risco de crédito da Parmalat para um banco. Nesta hipótese, a instituição financeira será a contraparte receptora do risco de crédito da Parmalat e a empresa V a contraparte transferidora do risco. Firmado o contrato de derivativo de crédito, a empresa V deixa de correr o risco de crédito Parmalat, que passa a ser do banco, passando a empresa V a correr então o risco de crédito do banco.¹¹ O ativo subjacente é o contrato de compra e venda da máquina empacotadora firmado entre a empresa V e a Parmalat. O devedor do ativo subjacente é, obviamente, a Parmalat. As partes deverão negociar quais eventos de deterioração de crédito obrigarão o banco a desembolsar para a empresa V o valor da proteção adquirida (que será a diferença entre o valor total devido no contrato e o valor de mercado do contrato com desconto, após a ocorrência de um evento de crédito). Neste caso, o valor máximo de proteção que pode ser adquirida é \$10, conforme determina o inciso I do parágrafo único do art. 2.º da Resolução 2.933.¹² As partes poderão incluir inúmeros eventos de deterioração de crédito no contrato de derivativo como: falência/concordata da Parmalat, não pagamento das parcelas devidas no contrato de compra e venda, repúdio pela Parmalat do contrato de compra e venda, redução significativa do "rating" da Parmalat apurado por agências classificadoras de risco, entre outros. Na ocorrência de qualquer dos eventos de deterioração de crédito descritos no contrato, o banco tem a obrigação de pagar o valor da proteção acordado com a empresa V. Conforme já mencionado, as partes poderão estabelecer a seu critério que, como condição para o pagamento da proteção, a empresa V deve ceder todos os seus direitos relativos ao contrato de compra e venda firmado com a Parmalat para o banco. Caso as partes decidam pela não obrigatoriedade da sub-rogação para o pagamento da proteção, o banco pagará a empresa V pela proteção vendida na ocorrência de qualquer dos eventos e não terá como se ressarcir pelo valor pago. Nesta hipótese, por outro lado, a empresa V receberá o pagamento da proteção do banco e ainda poderá, eventualmente, habilitar o seu crédito na falência/concordata da Parmalat caso aplicável ou tentar renegociar a dívida com a empresa.

- (10) A Parmalat tem interesse em impedir que a empresa V ceda o seu crédito para um banco, uma vez que tal cessão pode diminuir o crédito bancário disponível no mercado bancário para a Parmalat.
- (11) Da mesma forma que se uma seguradora falir, sofrer intervenção, liquidação etc., a apólice de seguro pode vir a não ser paga mesmo na hipótese da ocorrência do sinistro, se o banco que adquiriu o risco no derivativo de crédito falir, sofrer intervenção, liquidação etc., a proteção também pode vir a não ser paga mesmo na hipótese de ocorrência do evento de deterioração de crédito.
- (12) Na realidade, dificilmente o valor da proteção paga será equivalente a 100% do valor do crédito nas hipóteses em que não ocorre sub-rogação, uma vez que mesmo o crédito em mora tem algum valor comercial.

O "swap" de taxa de retorno total é um instrumento que permite a parte transferidora do risco de crédito transferir todo o eventual retorno de um determinado ativo subjacente, inclusive o risco de nenhum retorno no caso de inadimplência do devedor, para a contraparte receptora do risco de crédito recebendo em contrapartida uma taxa pré-determinada. Através do "swap" de taxa de retorno total existe uma troca de fluxo de caixa e de risco entre a parte transferidora do risco e a parte receptora do risco. A principal diferença entre um "swap" de crédito e um "swap" de taxa de retorno total é que no caso do "swap" de crédito a contraparte receptora do risco somente desembolsa valores no caso da efetiva ocorrência de um evento de deterioração de crédito. Por outro lado, no "swap" de taxa de retorno total, existe uma troca contínua de valores. Todo ou parte do valor que a contraparte transferidora do risco de crédito receber em relação ao ativo subjacente (como juros, eventuais multas ou mesmo o principal) a parte transferidora do risco se obriga no "swap" de taxa de retorno total a transferir para a contraparte receptora do risco de crédito. A parte receptora do risco de crédito também realiza pagamentos periódicos para a parte transferidora do risco de crédito a uma taxa pré-determinada, sendo tal pagamento será devido mesmo que o devedor do ativo subjacente inadimplir e a parte transferidora do risco não tenha nenhum valor para repassar para a contraparte receptora do risco de crédito.

O "swap" de taxa de retorno total é um mecanismo que permite a parte receptora do risco de crédito obter todos os benefícios econômicos de um determinado ativo sem possuir efetivamente tal ativo no seu balanço (possuindo, em contrapartida, o contrato derivativo) e sem precisar fazer um desembolso inicial para adquirir tal ativo. Na mesma hipótese do exemplo acima, a empresa V pode, ao invés de fazer um "swap" de crédito, no qual a empresa V apenas irá receber um pagamento do banco caso algum evento de deterioração de risco do crédito da Parmalat se materializar, fazer um "swap" de taxa de retorno total. Neste caso, todo e qualquer valor recebido pela empresa V relativo ao contrato de compra e venda da máquina empacotadora de leite será transferido ao banco em troca de uma taxa periódica pré-determinada que o banco pagará à empresa V. Desta forma, é como se o banco tivesse concedido um empréstimo para a Parmalat sem desembolsar nenhum valor inicial para a empresa, desembolsando apenas uma taxa pré-acordada. Da mesma forma que em um empréstimo, o banco recebe todos os pagamentos enquanto a empresa está adimplente e sofre prejuízos caso o cliente deixe de pagar. O banco terá obrigação de desembolsar para a empresa V a taxa periódica pré-acordada até o fim do contrato de derivativo de crédito, independentemente de estar recebendo os valores devidos pela Parmalat relativos ao ativo subjacente. Mesmo que um evento de deterioração de crédito ocorra e a Parmalat deixe de efetuar os pagamentos devidos no contrato de compra e venda da máquina o banco continuará a pagar a empresa V. Desta forma, a empresa V, na qualidade de contraparte transferidora de risco de crédito, comprou proteção contra o inadimplemento da Parmalat e o banco, na qualidade de contraparte receptora do risco de crédito, vendeu proteção assumindo o risco de inadimplência da empresa.

4. Eventos de risco de crédito

Conforme definido pelo Banco Central do Brasil na Circular 3.106 “eventos de deterioração de crédito (eventos de crédito) [são] aqueles fatos, definidos entre as partes em contrato, relacionados com o ativo subjacente ou seus obrigados que, independentemente da sua motivação, causam o pagamento, por parte da contraparte receptora do risco, da proteção contratada pela contraparte transferidora”. Em outras palavras eventos de crédito são os eventos que, caso ocorram durante a vigência do derivativo de crédito, obrigam a contraparte receptora do risco de crédito a pagar pela proteção vendida. No mercado securitário a expressão “evento de deterioração de crédito” é definida como sinistro. Por exemplo, da mesma forma que nas apólices de seguro contra roubo ou furto de automóveis existe uma redação, por vezes não muito clara, descrevendo as hipóteses nas quais o seguro será pago, nos derivativos de crédito existe a definição de determinados eventos de deterioração de crédito que, caso ocorram, geram a obrigação da contraparte receptora do risco de crédito de pagar o valor da proteção vendida.

As partes em um derivativo de crédito podem negociar à vontade sobre os eventos de crédito que serão incluídos nas operações contratadas. Para o desenvolvimento eficiente do mercado local de derivativos de crédito é imprescindível que os eventos de deterioração de riscos de crédito sejam redigidos de forma clara e objetiva. No mercado internacional as maiores disputas envolvem, exatamente, a interpretação destes eventos. O evento que vem causando as maiores celeumas, até o momento não totalmente solucionadas, é o evento de deterioração de crédito conhecido como reestruturação de dívidas (“Restructuring”). De acordo com este evento, a contraparte receptora do risco de crédito tem a obrigação de desembolsar a proteção caso o devedor do ativo subjacente reestruture suas dívidas e tal reestruturação represente perda no valor ou deterioração da qualidade do crédito do ativo subjacente. A maior dificuldade com relação a esta definição é conseguir uma redação objetiva, através da qual apenas reestruturações de dívidas decorrentes da deterioração do crédito do devedor do ativo e que efetivamente causem prejuízo sejam “capturadas” pela definição, excluindo reestruturações que não causem perda do valor do ativo subjacente. É interessante notar que algumas das disputas com relação à definição de “Restructuring” no mercado internacional surgiram em novembro de 2001 com o anúncio do plano de “renegociação voluntária” da dívida Argentina.¹³ Tal plano, que como hoje se sabe não prosperou, foi uma tentativa de evitar a moratória da Argentina que se seguiu ao fracasso do plano. Vários investidores haviam comprado proteção contra eventos de deterioração do risco de crédito da Argentina e entenderam a renegociação proposta pelo Governo como sendo mandatária, apesar de receber o nome oficial de “renegociação voluntária”. Alguns bancos internacionais,

⁽¹³⁾ HBK Master Fund L.P. X JP Morgan Chase Bank, n. 02-CV-0579, (S.D.N.Y., 24.01.2002) e Eternity Global Master Fund L.P. X Morgan Guaranty Trust Company of New York, no. 02-CV-1312 (S.D.N.Y., 22.02.2002).

vendedores de proteção contra o risco de crédito da Argentina, firmaram a posição de que se tratava de uma renegociação voluntária, logo, não sendo um evento de deterioração de risco de crédito. Tendo em vista este episódio e para evitar futuras disputas e restabelecer a segurança do mercado de derivativos de crédito, a ISDA modificou a definição de "Restructuring" em 2003,¹⁴ tornando a definição mais clara e objetiva. Este episódio é uma importante lição para o mercado local. Ao definir os eventos de deterioração de risco de crédito as partes envolvidas na operação devem optar por uma redação clara e objetiva.

A definição dos eventos de deterioração de crédito também é extremamente relevante para as instituições financeiras transferidoras de risco de crédito devido à possibilidade de utilizar os derivativos de crédito para reduzir a alavancagem operacional das instituições. Um dos aspectos mais relevantes das operações de derivativos de crédito para as instituições financeiras transferidoras do risco de crédito é o fato destas operações, atendidos alguns pressupostos legais, serem consideradas no cômputo do valor do Patrimônio Líquido Exigido (PLE) de que trata a Resolução do CMN 2.099 de 1994 e alterações posteriores. Isto significa que, atendidas algumas especificações do Banco Central do Brasil, as instituições financeiras que atuarem como contraparte transferidora do risco, ou seja, compradoras da proteção contra o risco de crédito, poderão diminuir o capital próprio necessário para a cobertura do risco de operações ativas retirando de seus balanços o crédito relativo aos riscos efetivamente transferidos. Desta forma, tais instituições conseguem liberar espaço no seu balanço para novas operações de crédito ou podem utilizar tais operações para se enquadrar nos limites de exposição de risco exigidos pela Resolução 2.099.

Para poder usufruir o benefício acima de reduzir o risco de seus ativos e "liberar balanço", as instituições financeiras transferidoras do risco de crédito deverão, necessariamente, possuir os riscos transferidos nas suas demonstrações financeiras e efetivamente transferir tais riscos através de uma operação de derivativo de crédito. Conforme parágrafo primeiro do art. 3.º da Circular 3.106 o Banco Central considerará o risco do ativo subjacente efetivamente transferido para fins do cômputo do valor do Patrimônio Líquido Exigido (PLE) quando o contrato de derivativo de crédito estabelecer como eventos de deterioração de crédito, no mínimo, as seguintes hipóteses: a) decretação de falência ou insolvência civil dos obrigados do ativo subjacente; b) pedido de concordata preventiva dos obrigados do ativo subjacente; c) liquidação judicial ou extrajudicial dos obrigados do ativo subjacente; d) reestruturação de passivos dos obrigados, quando essa representar perda no valor ou deterioração da qualidade do crédito do ativo subjacente; e) mudança de controle, fusão ou incorporação dos obrigados, quando representar perda no valor ou deterioração da qualidade do crédito do ativo subjacente; f) moratória dos obrigados do ativo subjacente; g) inadim-

⁽¹⁴⁾ 2003 ISDA Credit Derivatives Definition.

plemento do ativo subjacente; h) antecipação compulsória do pagamento do ativo subjacente, na hipótese de previsão contratual; e i) repúdio ou questionamento judicial do ativo subjacente. O Banco Central exige ainda, no mesmo artigo, que: a) o ativo subjacente seja legalmente passível de transferência, nos casos em que o contrato de derivativo de crédito assim o preveja na ocorrência do evento de crédito; b) não haja qualquer coobrigação da contraparte transferidora do risco em relação à parcela do ativo subjacente objeto da operação; c) não exista cláusula que possibilite o cancelamento unilateral do contrato pela contraparte receptora do risco de crédito, exceto na hipótese do não pagamento pela contraparte transferidora do risco da remuneração estabelecida no contrato de derivativo de crédito; e d) não exista cláusula que possibilite à contraparte receptora do risco de crédito o não cumprimento da obrigação de efetuar prontamente o pagamento do montante devido à contraparte transferidora na ocorrência do evento de crédito.

Observadas todas as exigências acima, a instituição financeira transferidora do risco de crédito poderá considerar que deixou de incorrer nos riscos relativos ao ativo subjacente negociado. Importante ressaltar que, ao firmar um contrato de derivativo de crédito com as características acima mencionadas, a instituição financeira transferidora do risco deixa de possuir o risco do ativo subjacente em carteira, entretanto e obviamente, passa a correr o risco da contraparte receptora do risco de crédito. Por outro lado, a contraparte receptora do risco fica exposta ao risco do ativo subjacente, na proporção do risco transferido, e deve registrar devidamente em sua contabilidade o risco assumido conforme a regulamentação em vigor, observando os limites de exposição por cliente e constituindo uma provisão específica. De qualquer forma, dependendo do ativo subjacente e da contraparte receptora do risco de crédito, as operações de derivativo de crédito podem representar um alívio contábil importante para as instituições financeiras transferidoras do risco de crédito que souberem utilizar de forma adequada este novo instrumento de transferência de risco.

Os derivativos de crédito, como instrumentos mitigadores do risco de crédito, reduzem o risco creditício no sistema financeiro como um todo. Entretanto, tendo em vista a sofisticação deste produto, o derivativo de crédito aumenta o risco legal a que estão sujeitos os participantes deste mercado. Uma das inovações do Acordo de Basileia II é a inclusão do risco operacional no cálculo do risco total a que estão sujeitas as instituições financeiras. Conforme a definição atual de risco operacional no Acordo de Basileia II, o risco legal é um dos componentes do risco operacional.¹⁵ Tendo em vista que provavelmente grande parte das mudanças de Basileia II serão incorporadas no Sistema Financeiro Nacional, obviamente adaptadas às realidades locais conforme já indicado inclusive pelo Dr. Sérgio Darcy da Silva Alves, Diretor de Normas do Banco Central

¹⁵ The New Basel Accord (April 2003), V – Operational Risk, § 607, Definition of operational risk.

do Brasil,¹⁶ é fundamental que as instituições financeiras nacionais tenham bastante atenção na redação de seus contratos de derivativos de crédito. Conforme acima mencionado, um dos cuidados mais importantes é na linguagem dos eventos de deterioração de crédito. Por se tratar de um instrumento extremamente relevante para as instituições financeiras nacionais, seria interessante que o mercado local, da mesma forma que o mercado de derivativos de crédito internacional, estabelecesse eventos de deterioração de crédito padrão. Através de um comitê que pode ser organizado por algumas das entidades de classe do Sistema Financeiro como a Federação Brasileira de Bancos - Febraban, Associação Nacional dos Bancos de Investimento - Anbid, Câmara para Assuntos de Administração de Risco - CAR, entre outras, as instituições financeiras nacionais poderiam se juntar e definir uma linguagem padrão para os eventos de deterioração de risco de crédito. Uma redação padrão ajudaria na disseminação e desenvolvimento deste produto no mercado local, evitando prolongadas negociações e eventuais disputas ocasionadas pela descrição confusa ou subjetiva destes eventos.

5. Operações vedadas e transparência

A Circular 3.106 proíbe expressamente a realização de operações de opções vinculadas a derivativos de crédito. É vedada ainda a realização de operações de derivativos de crédito entre pessoas físicas ou jurídicas controladoras, coligadas ou controladas, inclusive com pessoas jurídicas ligadas localizadas no exterior, bem como a recepção do risco de crédito por tais pessoas físicas ou jurídicas. O Banco Central veda ainda a realização de operações de derivativos de crédito cujos fluxos não estejam na mesma moeda ou indexador do ativo subjacente.

Para um controle mais efetivo das operações de derivativos de crédito por parte do Banco Central, a Circular 3.106 determina também que, independentemente de sua condição de receptora ou transferidora do risco, as instituições financeiras devem manter à disposição do Banco Central a sua política e procedimento para a realização de operações de derivativos de crédito, bem como os limites de exposição estabelecidos, independentemente da condição de receptora ou transferidora do risco. É obrigatório ainda que as operações de derivativos de crédito sejam divulgadas em notas explicativas às demonstrações financeiras, discriminando as seguintes informações: a) política, objetivos e estratégias da instituição; b) volumes de risco de crédito recebidos e transferidos (valor contábil e de mercado) total e no período; c) efeito (aumento/redução) no cálculo do valor do patrimônio líquido exigido; d) montante e características das operações de créditos transferidas ou recebidas no período em decorrência dos fatos geradores previstos no contrato; e e) segregação por tipo ("swap" de crédito e "swap"

(16) *Resenha da BM&F* n. 159, entrevista com Sergio Darcy da Silva Alves, p. 7 et seq.

de taxa de retorno total). Finalmente, a celebração de contrato de derivativo de crédito cujo montante acumulado de operações junto a uma mesma contraparte for igual ou superior a 10% (dez por cento) do valor do patrimônio de referência de qualquer instituição financeira, deverá ser objeto de comunicação ao Banco Central do Brasil. As instituições financeiras deverão informar ao Departamento de Cadastro e Informações do Sistema Financeiro – Decad o nome do diretor responsável pela prática de operações de derivativos de crédito.

6. Conclusão

O derivativo de crédito é um novo produto extremamente interessante para o mercado financeiro nacional. Esta espécie de derivativo pode ajudar a elevar o nível de concessão de crédito na economia brasileira tendo em vista a maior liquidez e a melhor distribuição de riscos proporcionada por este instrumento. Um mercado financeiro mais líquido e com riscos melhores distribuídos gerará um maior interesse na concessão de novos créditos o que, por sua vez, proporcionará uma maior disponibilidade de crédito na economia que levará ao aumento da liquidez, diminuindo e distribuindo de uma maneira mais eficiente os riscos no sistema financeiro, criando assim um ciclo virtuoso fundamental para o desenvolvimento do mercado financeiro local e o crescimento sustentado da economia nacional.

Mudanças pontuais nas normas que regem os derivativos de crédito no Brasil seriam importantes para atrair um número maior de participantes ao mercado. A principal alteração necessária é a inclusão dos investidores institucionais como contrapartes receptoras do risco de crédito, autorizando estes investidores, principalmente as seguradoras, a vender proteção no mercado. Trata-se de uma mudança fundamental para o desenvolvimento do mercado de derivativos de crédito no país. É aguardar e torcer para que estas mudanças ocorram em breve. A economia brasileira seguramente agradecerá.